

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部

吴进辉

[wujh@cspengyuan.com](mailto:wujh@cspengyuan.com)

李席丰

[lixif@cspengyuan.com](mailto:lixif@cspengyuan.com)



## 主要内容：

**核心观点：** 2024 年中国经济在波折中发展前进，结构明显分化，新旧动能转换存在阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降。展望 2025 年，经济增长目标或继续维持在 5% 左右，CPI 增速目标或降低至 2% 左右，为应对外部关税和逆全球化冲击，国内大循环要更加给力，全面提振消费，扩围“两重”和“两新”领域，把推动价格水平回升作为重要考量。宏观政策主动出击，迎难而上，财政货币将加大逆周期调节的力度和强度，促进新质生产力向纵深发展，地产止跌回稳需更大力度和措施，化债持续推进，进一步深化改革，稳就业、稳预期和提信心，推动经济总量再上新台阶，结构向优。

### 一、 2024 年宏观经济回顾：波折中前进，政策思路发生转变

2024 年全年实际 GDP 同比增长 5.0%，四季度 GDP 同比增长 5.4%。失业率稳中有降，价格水平偏低，全年 CPI 同比上涨 0.2%，PPI 同比下降 2.2%。金融数据持续“挤水分”，下半年财政加速发力。工业生产和服务业平稳增长，企业利润继续承压。出口和制造业投资是稳增长的重要支撑，消费整体一般，基建投资有韧性，地产投资仍处低位徘徊。

### 二、 2025 年宏观经济展望：迎难而上，主动出击，变局中突破

**（一）外部环境：** 逆全球化和贸易保护主义升级，美国降息节奏或将放缓。一是特朗普对内强调结束通胀的同时实施减税，降息步伐或将放缓；二是日本加息步伐或保持温和渐进，3 月份“春斗”后加息概率较大；三是特朗普主张贸易保护主义和加征关税，增加全球经济的不确定性；四是俄乌、中东等地缘紧张局势延续，中美摩擦将加剧。

**（二）内部挑战：** 当前宏观经济面临的挑战：一是内需不足，经济活力有待进一步加强；二是中小企业和地产相关企业生产经营困难；三是群众就业增收面临压力，影响信心和消费，容易形成负反馈；四是风险隐患仍然较多，需要继续化解中小金融机构风险和房地产风险。

**（三）2025 年全年实际 GDP 增速目标预计在 5.0%左右，全面提振消费，出口有扰动。**综合考虑提振信心和实际完成的可能性，2025 年全年 GDP 目标增速或在 5%左右。预期不同行业继续分化，地产相关行业增长压力较大，政策支撑行业增速可期，供需缺口能否缩小、物价水平能否回暖有待继续观察。出口和汇率方面，特朗普上台增加了中美摩擦的可能性，对出口和汇率造成扰动。预计基建投资和制造业投资继续成为 2025 年的经济增长的中坚力量，消费的增长潜力值得期待。

**（四）宏观政策：更加积极有为，加大逆周期和超常规调控。**政策对稳增长诉求显著提升。货币政策方面，当前实际利率仍然不低，客观需要降息，明年至少有 2 次共计 40bp，支持提振消费和房地产止跌回稳的结构性货币政策可期。财政政策方面，明年财政赤字率有望提升至 4%，特别国债规模增至 3 万亿，主要用以支撑“两重”和加力拓围“两新”领域。新增专项债规模达到 4.5 万亿，已明确有 2.8 万亿用以化债。地产政策方面，预计更多支持性政策出台，但地产能否止跌回稳需要持续观察，当前高频数据并不十分乐观。新质生产力领域将获得更多资金和耐心资本支持，持续稳步发展。

**核心观点：** 2024 年中国经济在波折中发展前进，结构明显分化，新旧动能转换存在阵痛，但新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降。展望 2025 年，经济增长目标或继续维持在 5% 左右，CPI 增速目标或降低为 2% 左右，为应对外部关税和逆全球化冲击，国内大循环要更加给力，全面提振消费，扩围“两重”和“两新”领域，把推动价格水平回升作为重要考量。宏观政策主动出击，迎难而上，财政货币将加大逆周期调节的力度和强度，促进新质生产力向纵深发展，地产止跌回稳需更大力度和措施，化债持续推进，进一步深化改革，稳就业、稳预期和提信心，推动经济总量再上新台阶，结构向优。

## 一、2024 年宏观经济回顾：波折中前进，政策思路发生转变

### （一）2024 年全年实际 GDP 同比增长 5.0%，四季度 GDP 同比增长 5.4%

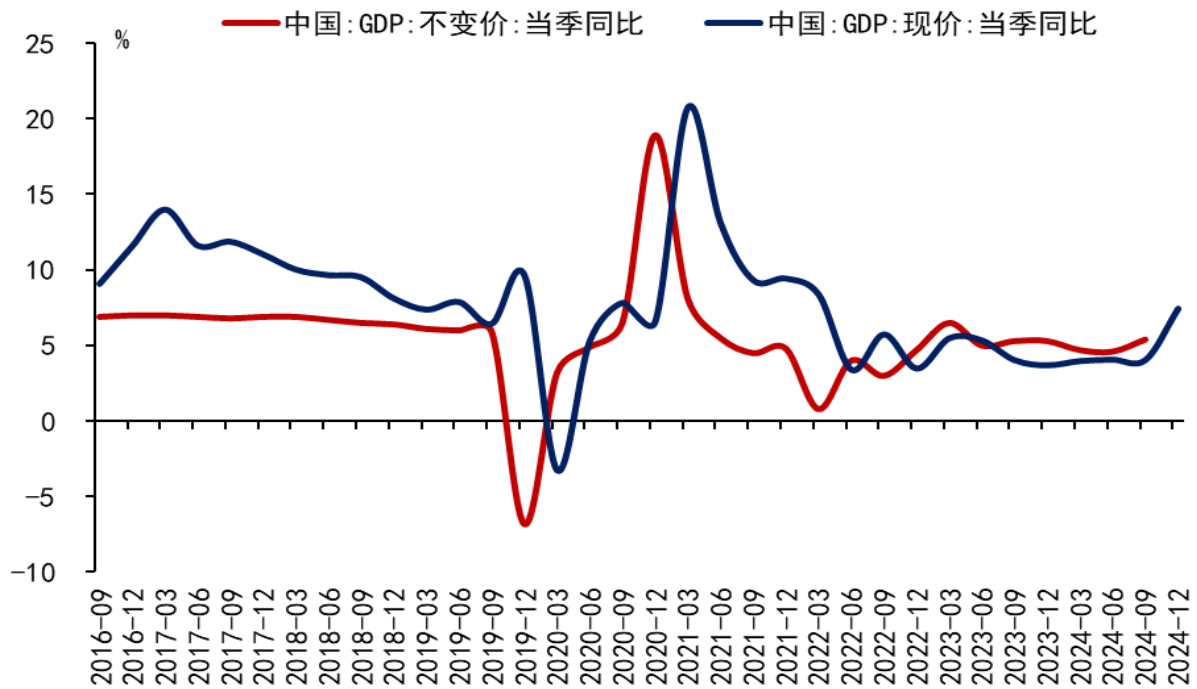
初步核算，2024 年全年经济稳定增长，全年国内生产总值 1,349,084 亿元，按不变价格计算的实际 GDP 同比增长 5.0%，完成 2024 年全年经济工作目标。第四季度 GDP 同比增长 5.4%，四季度季调环比增长 1.6%，较二季度上行 0.7 个百分点。

分产业看，第一产业增加值 91,414 亿元，增长 3.5%，占 GDP 的比重为 6.8%；第二产业增加值 492,087 亿元，增长 5.3%，占 GDP 比重为 36.5%；第三产业增加值 765,583 亿元，增长 5.0%，占 GDP 比重为 56.7%，三次产业增加值较 2023 年分别变化-2.8 个百分点、0.2 个百分点和 4.2 个百分点，对经济增长的贡献率分别为 5.2%、38.6%和 56.2%。第四季度，第一产业增加值 34,050 亿元，同比增长 3.7%，对经济增长的贡献率为 6.8%；第二产业增加值 135,595 亿元，同比增长 5.2%，对经济增长的贡献率为 35.7%；第三产业增加值 204,081 亿元，同比增长 5.8%，对经济增长的贡献率为 57.5%。

从三大需求来看，2024 年消费需求持续扩大，消费新以旧换新及一揽子增量政策发挥效力，消费潜力被不断释放，最终消费支出对经济增长的贡献率为 44.5%，拉动 GDP 增长 2.2 个百分点；资本形成总额对经济增长贡献率为 25.2%，拉动 GDP 增长 1.3 个百分点；货物与服务净出口对经济增长的贡献率为 30.3%，拉动 GDP 增长 1.5 个百分点。从收入来看，2024 年全年全国居民人均可支配收入 41,314 元，比上年名义增长 5.3%，扣除价格因素实际增长 5.1%。其中，城镇居民人均可支配收入 54,188 元，比上年名义增长 4.6%，扣除价格因素实际增长 4.4%；农村居民人均可支配收入 23119 元，比上年名义增长 6.6%，扣除价格因素实际增长 6.3%。

总体来看，2024 年单季 GDP 增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%，9 月政治局会议以来，在一揽子逆周期政策的助力下经济复苏态势显现。在出口和“两新”政策的带动下，相关板块制造业明显回暖，供给端表现强劲；在消费品以旧换新政策的带动下，需求端呈现分化修复趋势，房地产投资继续下探。整体来看，2024 年全年经济在曲折中前进，其中四季度经济在一揽子增量政策的托举下逐步修复，顺利完成 2024 年全年经济工作目标，但国内有效需求不足，外部冲击存在不确定性，经济的基础仍需巩固。

图表 1 我国实际 GDP 和名义 GDP 同比增速



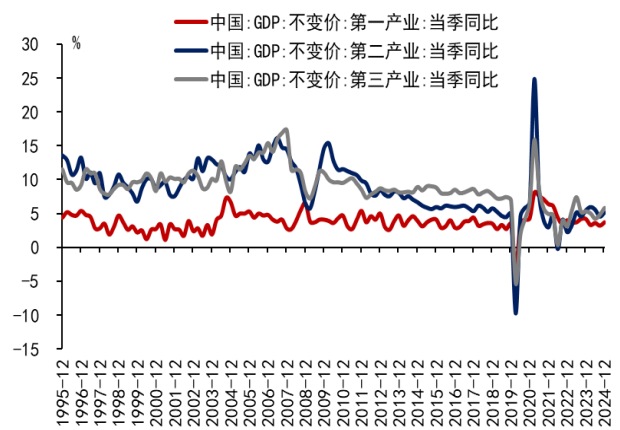
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 2 GDP 季调环比有所回升



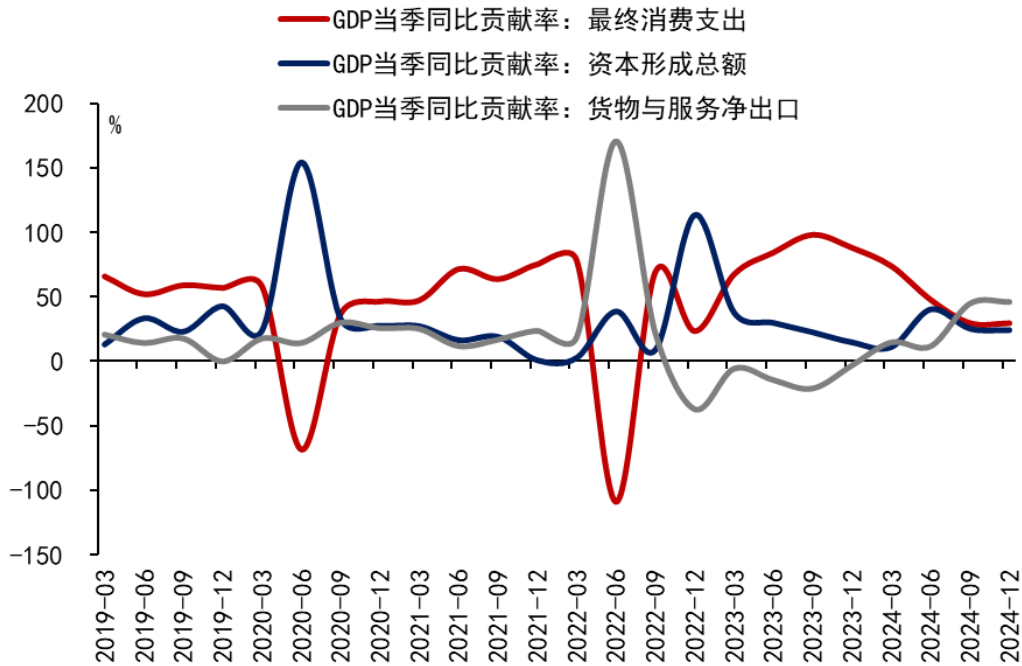
数据来源: Wind 中证鹏元

图表 3 三大产业 GDP 同比变化



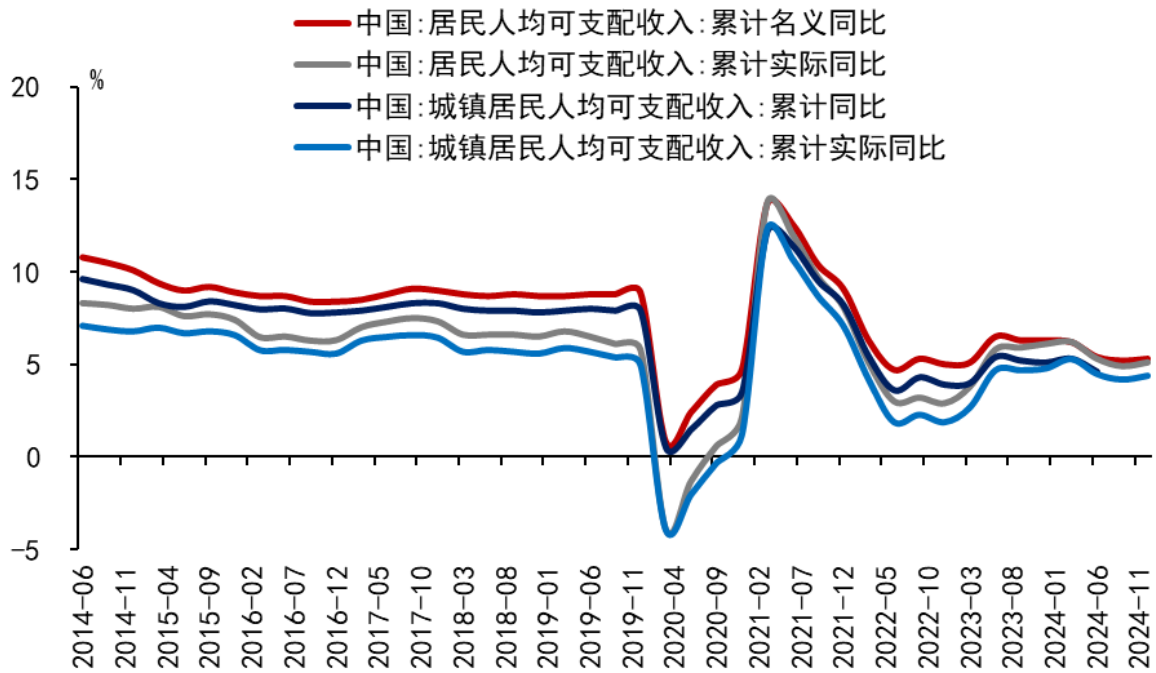
数据来源: Wind 中证鹏元

图表 4 三大需求对 GDP 的贡献率：消费下降明显



资料来源：iFnd 中证鹏元

图表 5 居民可支配收入增速小幅下降

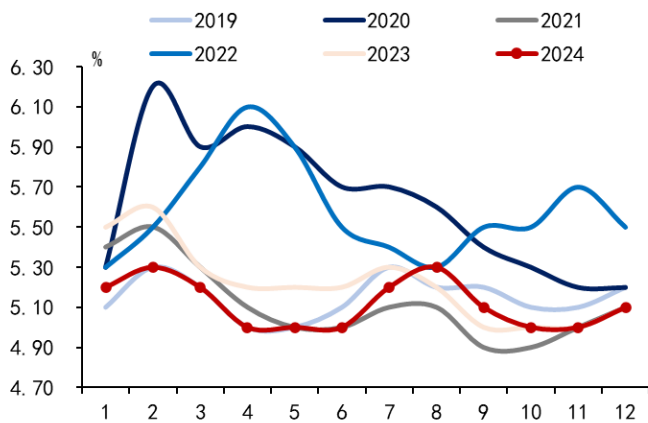


资料来源：Wind 中证鹏元

## （二）失业率稳中有降，价格水平偏低

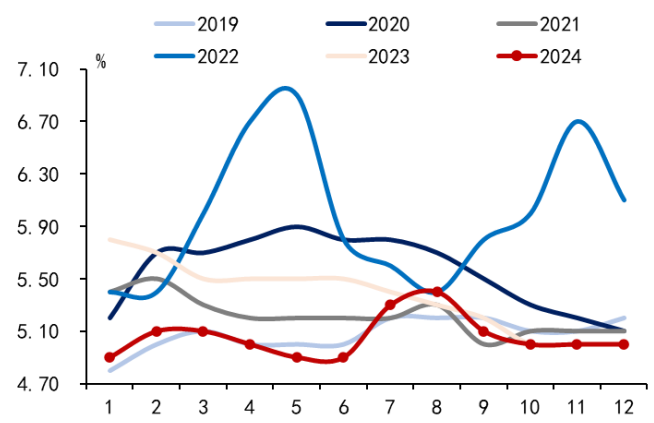
2024年，全年全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年下降0.1个百分点。12月份，全国城镇调查失业率为5.1%，31个大城市城镇调查失业率为5.0%；分年龄段来看，12月末16-24岁、25-29岁、30-59岁劳动（不含在校生）力调查失业率分别为15.7%、6.6%、3.9%，青年劳动力失业率仍处于高位，但较第三季度末下降1.9个百分点；12月份全国企业就业人员周平均工作时间为49.0小时，整体仍处于高位。未来随着一揽子经济增量政策效果的显现，就业形势有望得到进一步改善。

图表6 城镇调查失业率整体不高



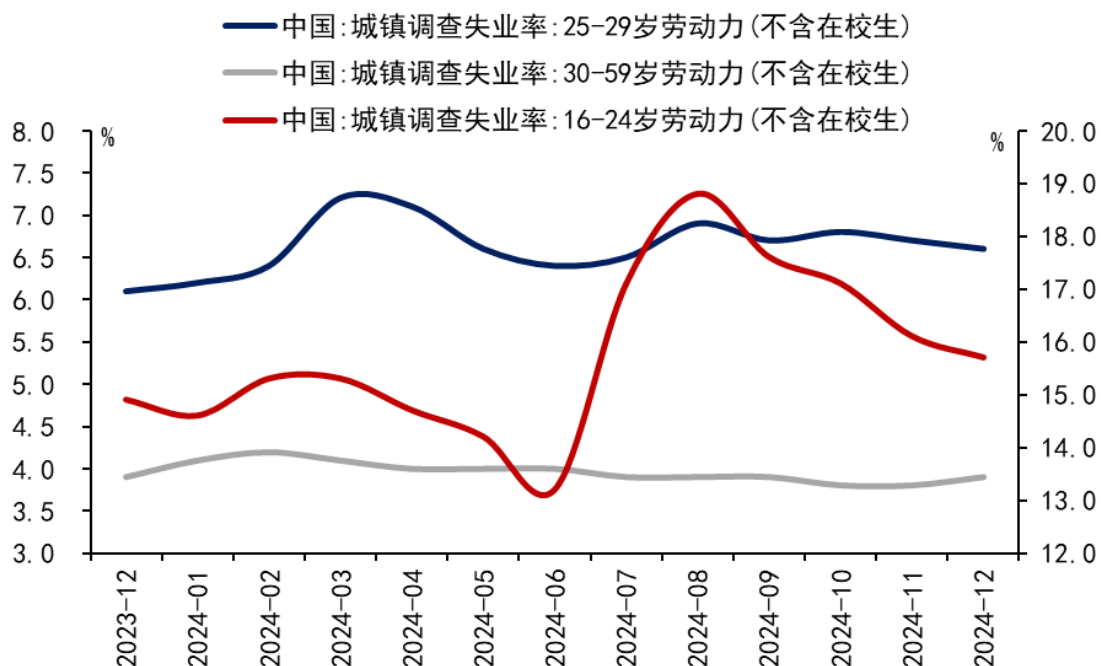
数据来源：Wind 中证鹏元

图表7 31大中城市失业率偏低



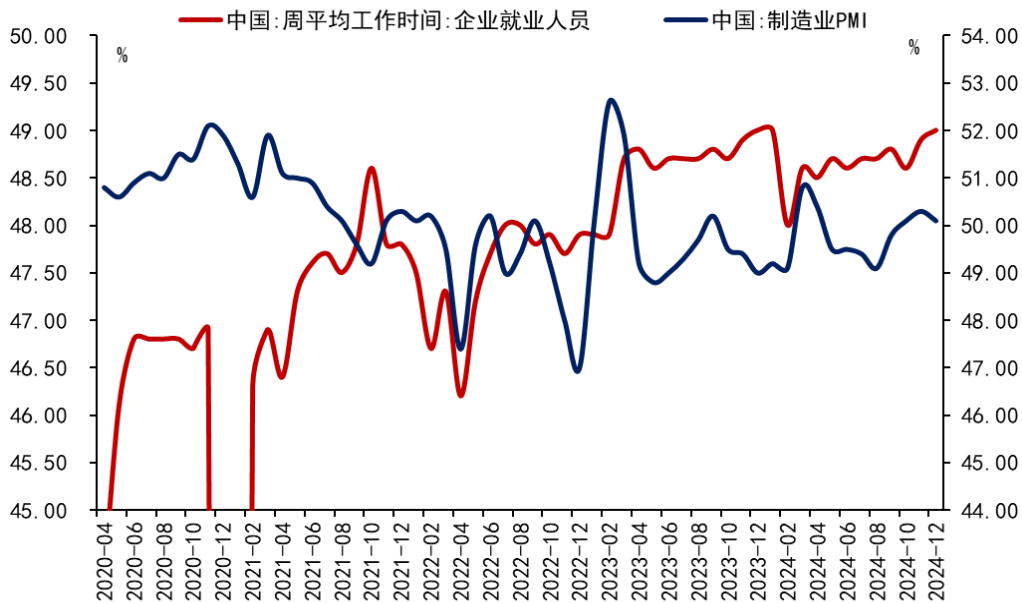
数据来源：Wind 中证鹏元

图表8 青年人失业率仍处于高位



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 9 就业人员工作时间整体处于高位



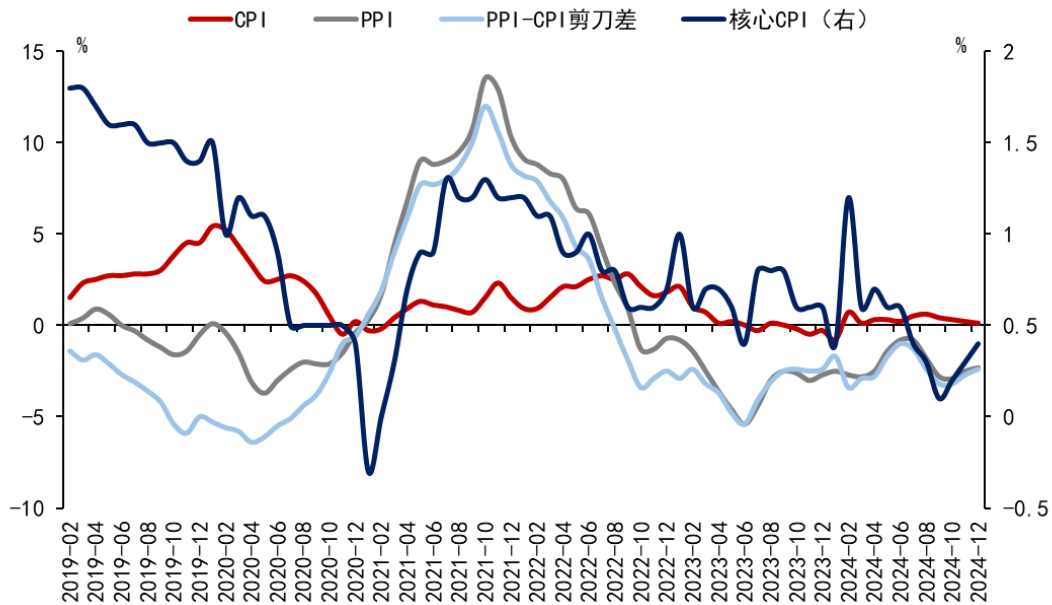
资料来源: Wind 中证鹏元

2024年,全年CPI同比上涨0.2%,PPI同比下降2.2%。CPI同比增速维持低位,涨幅与上年相同。2024年,国内消费市场供给总体充裕,分月份来看,受春节错月影响,1、2月份CPI同比波动较大,分别为-0.8%和0.7%,3-6月份较为平稳,维持在0.1%-0.3%之间,7、8月份,CPI同比涨幅分别扩大至0.5%和0.6%,9月-12月CPI同比涨幅逐步回落至0.1%。分类别看,2024年食品价格降幅的扩大是拉低CPI涨幅的主要因素,2024年食品价格下降0.6%,降幅比上年扩大0.3个百分点,影响CPI下降约0.11个百分点,其中,鲜果生产稳定,供应充足,价格由上年上涨4.9%转为下降3.5%,影响CPI下降约0.08个百分点;牛肉价格整体偏低,全年平均下降11.6%,影响CPI下降约0.07个百分点;鸡蛋、禽肉类、羊肉和食用油价格降幅在1.8%—6.1%之间,合计影响CPI下降约0.10个百分点;猪肉和鲜菜价格分别由上年下降13.6%和2.6%转为上涨7.7%和5.0%,合计影响CPI上涨约0.21个百分点。核心CPI涨幅高于CPI,2024年扣除食品和能源价格后的核心CPI上涨0.5%,影响CPI上涨约0.35个百分点,12月份核心CPI同比上涨0.4%,涨幅较上月扩大0.1个百分点,继续保持回升态势。

2024年,PPI下降2.2%,降幅比上年收窄0.8个百分点。2024年全年PPI同比经历先升后降,9月份起,随着宏观政策特别是一揽子增量政策落地实施,国内工业品需求逐步恢复,四季度PPI同比降幅逐步收窄,10-12月PPI同比数据分别录得-2.9%、-2.5%、-2.3%;PPI环比降势明显趋缓,10月-12月PPI环比数据分别录得-0.1%、0.1%、-0.1%。2024年,新质生产力稳步发展,一些高技术产品性能提升,价格上涨,其中航空相关设备制造价格上涨4.0%,飞机制造价格上涨3.8%,电容器及其配套设备制造价格上涨3.2%,雷达设备价格上涨0.9%。随着工业生产效能提升,电气化水平提高,有色金属需求增加,价格有所上涨,

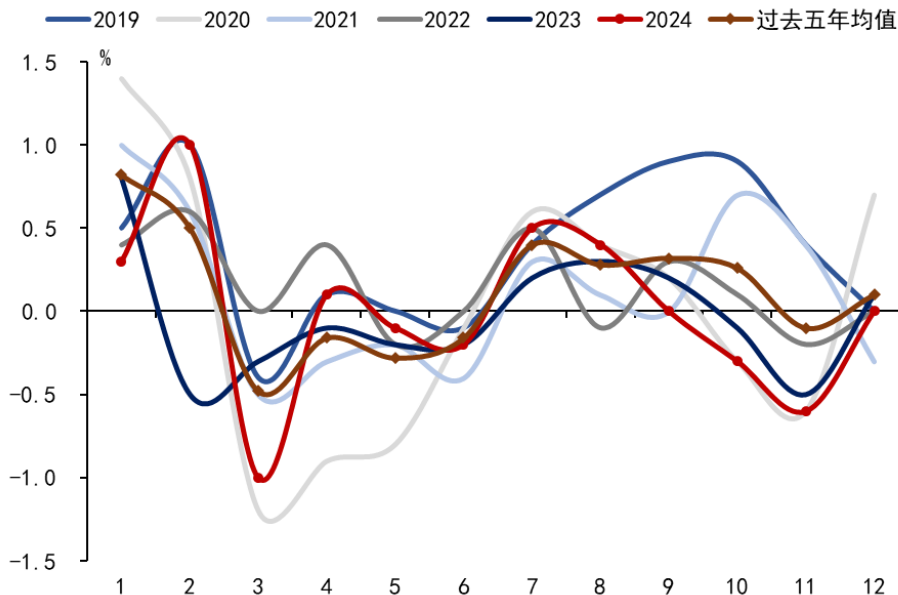
有色金属矿采选业价格上涨 13.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 6.4%，其中铜冶炼、铝冶炼价格分别上涨 9.8%、9.7%。

图表 10 2024 年全年 CPI 增速低位运行，PPI 增速降幅整体收窄



资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

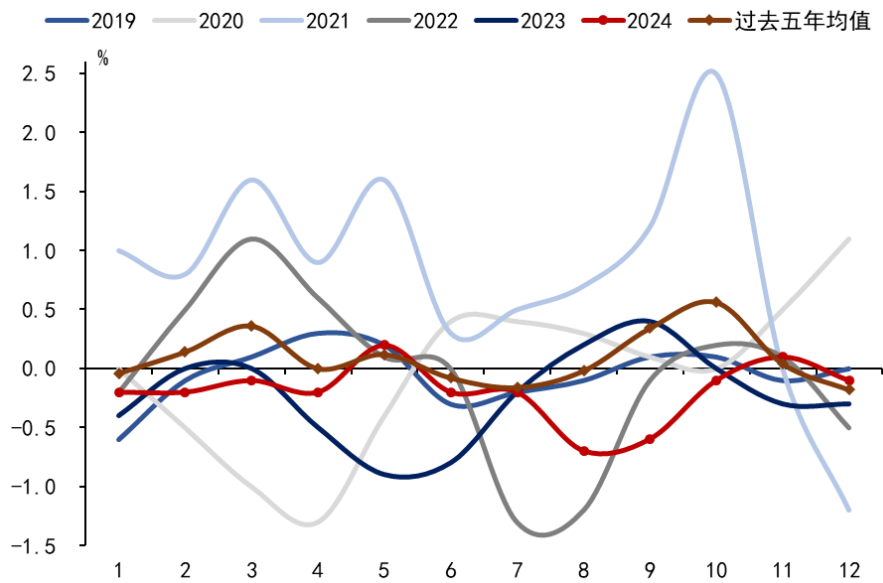
图表 11 CPI 环比增速变化



资料来源：Wind 中证鹏元，环比增速

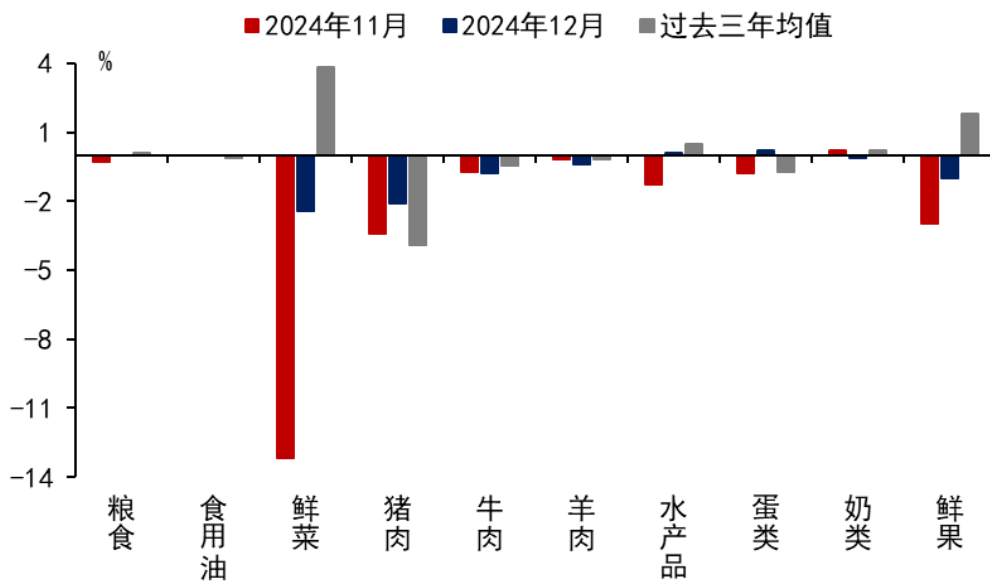


图表 12 PPI 环比增速低位波动



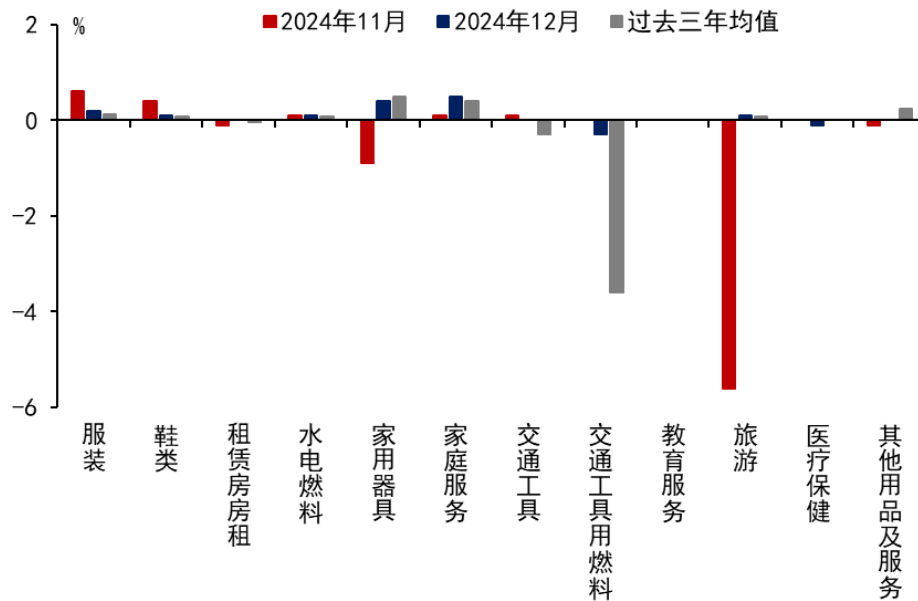
资料来源: Wind 中证鹏元, 环比增速

图表 13 12 月末 CPI 食品分项环比变动: 鲜菜供应充足, 价格大幅下降



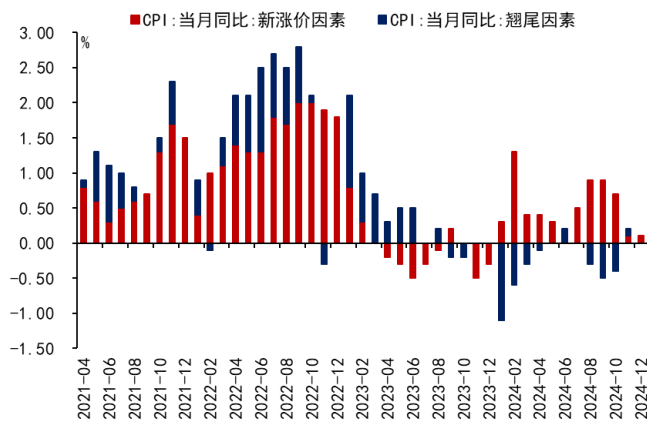
资料来源: Wind 中证鹏元, 环比增速

图表 14 12 月末 CPI 非食品分项环比小幅波动



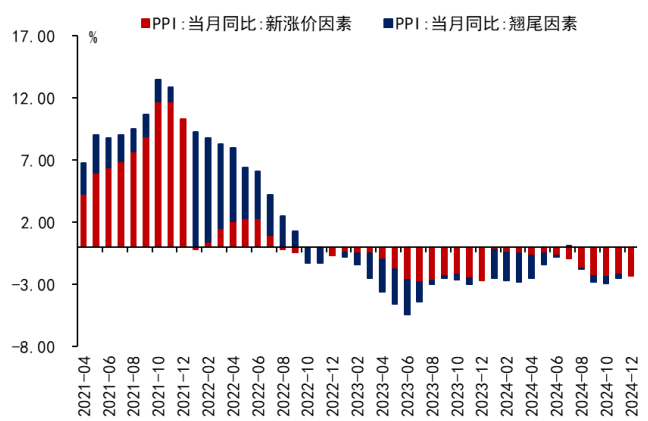
资料来源: Wind 中证鹏元, 环比增速

图表 15 2024 年全年 CPI 翘尾因素与新涨价因素



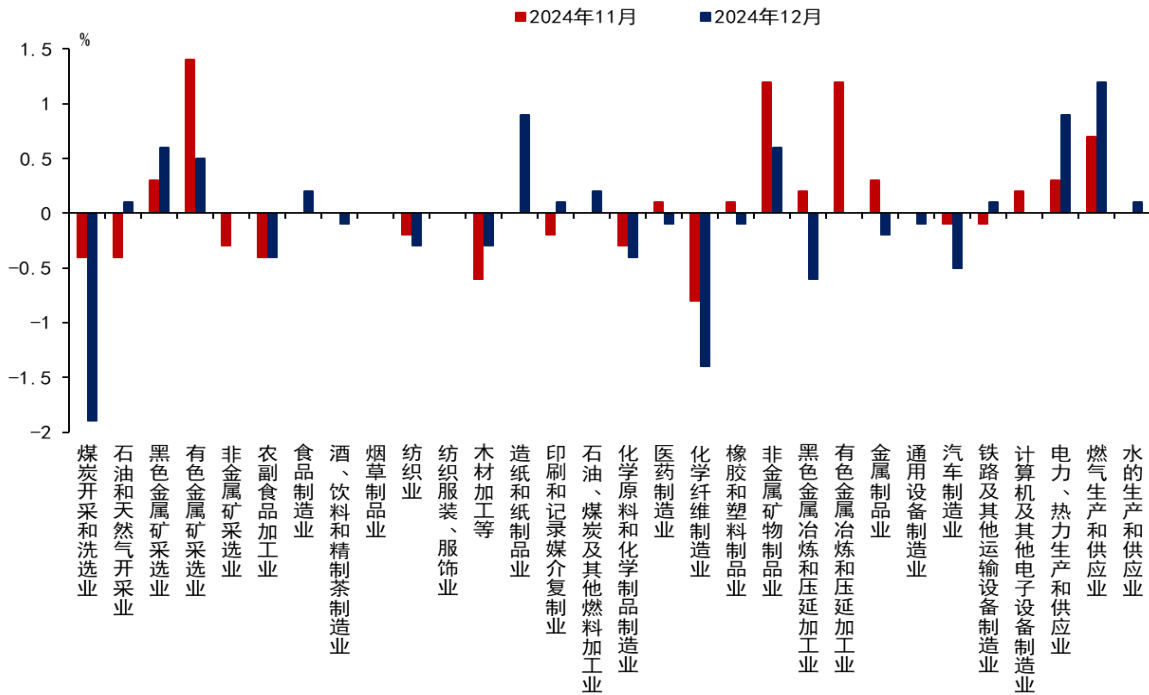
数据来源: iFind 中证鹏元整理

图表 16 2024 年全年 PPI 翘尾因素与新涨价因素



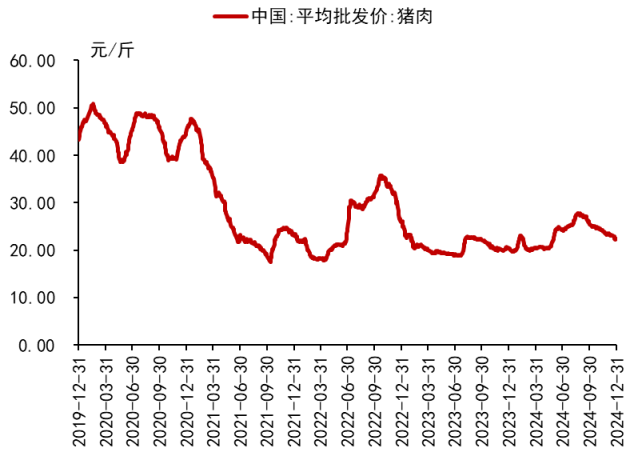
数据来源: iFind 中证鹏元整理

图表 17 12 月末 PPI 分项环比变动：煤炭开采和洗选业、化工纤维制造业价格下降



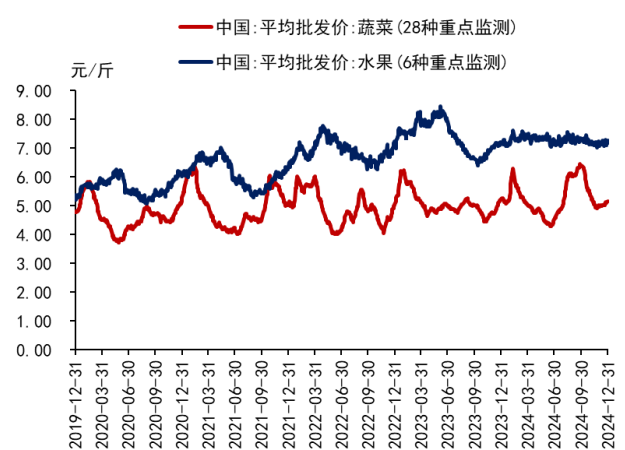
资料来源：Wind 中证鹏元，环比增速

图表 18 四季度猪肉价格有所下降



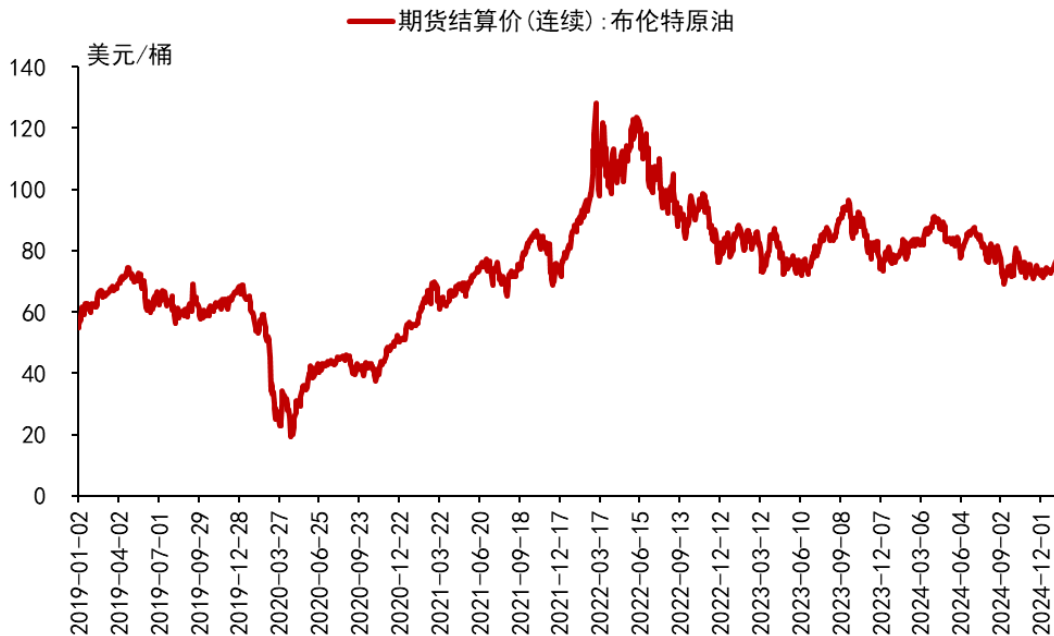
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 19 蔬菜水果价格价格下降



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 20 布伦特原油价格先升后降



资料来源: Wind 中证鹏元

### (三) 金融数据持续“挤水分”

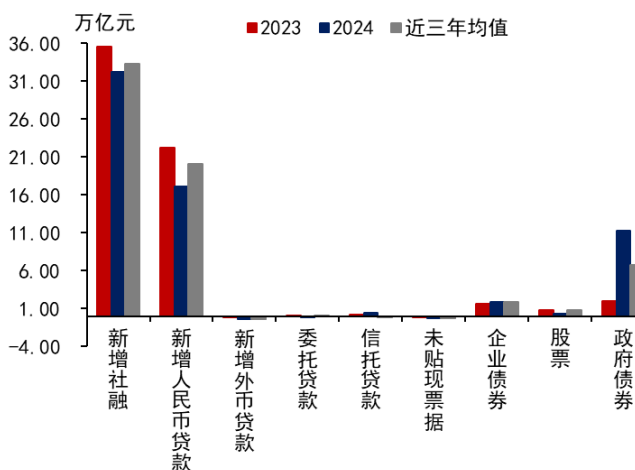
中国人民银行坚持支持性货币政策立场,先后四次实施了比较重大的货币政策调整,助力经济保持回升向好态势,支持经济高质量发展。2024 年全年社会融资规模增量累计为 32.26 万亿元,比上年少 3.32 万亿元。其中,对实体经济发放的人民币贷款增加 17.05 万亿元,同比少增 5.17 万亿元;对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 3916 亿元,同比多减 1710 亿元;委托贷款减少 577 亿元,同比多减 776 亿元;信托贷款增加 3976 亿元,同比多增 2400 亿元;未贴现的银行承兑汇票减少 3295 亿元,同比多减 1513 亿元;企业债券净融资 1.91 万亿元,同比多 2839 亿元;政府债券净融资 11.3 万亿元,同比多 1.69 万亿元;非金融企业境内股票融资 2900 亿元,同比少 5031 亿元。截至 12 月末,广义货币 M2 余额 313.53 万亿元,同比增长 7.3%。狭义货币 M1 余额 67.1 万亿元,同比下降 1.4%;人民币贷款余额 255.68 万亿元,同比增长 7.6%。

12 月份,社会融资规模同比多增 9,249 亿元,同比增长 8.0%,单月新增社融创历史新高,大幅高于去年同期水平,主要支撑项来自政府融资、企业直接融资和表外融资,分别同比多增 8,288 亿元、2,563 亿元和 363 亿元,拖累项则主要来自对实体发放人民币贷款,同比少增 2,685 亿元;狭义货币 M1 同比-1.4%,较 11 月提高 2.3 个百分点, M1 数据四季度保持连续三个月回升;广义货币 M2 同比增长 7.3%,财政支出提速增加企业存款数量,推升 M2 增速重回上行区间;人民币贷款同比增长 7.6%,贷款增速继续回落。社融和 M2 剪刀差及 M2 与 M1 剪刀差四季度以来均有所收窄,宏观增量政策效果开始显现。

2024 年,央行综合运用多种货币政策工具,总量与结构协同发力。从总量上看,年内累计降准 100BP,释放约 2 万亿长期低成本资金,两次下调央行政策利率即 7 天期逆回购利率(7 月和 9 月分别下调 10BP 和

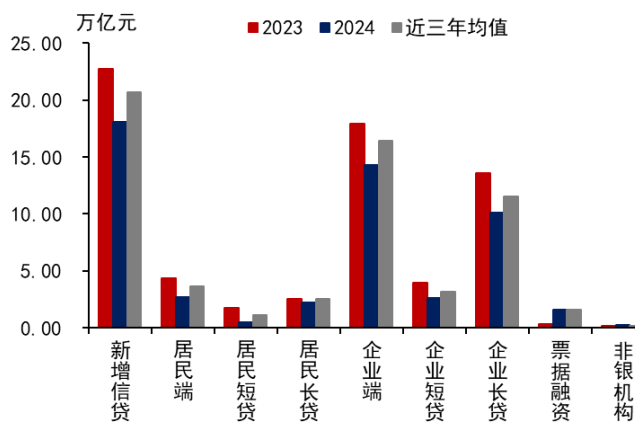
20BP) 累计共 30BP, MLF 利率累计下调 50BP, 1 年和 5 年及以上 LPR 分别累计下调 35bp 和 60bp, 降幅均较大, 带动新发放的个人住房贷款利率和企业贷款利率均降至历史最低水平, 推动银行负债成本和实体经济融资成本稳中有降。结构方面, 推出 3000 亿元保障性住房再贷款, 取消房贷利率政策下限, 推动再度降低存量房贷利率; 创设证券、基金、保险公司互换便利, 支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押, 从中央银行获取流动性; 创设股票回购、增持专项再贷款, 引导银行向上市公司和主要股东提供贷款, 支持回购和增持股票; 同时, 结构性货币政策工具继续推进科技创新和技术改造再贷款使用进程, 加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。此外, 充实货币政策工具箱, 新设临时正逆回购工具, 二级市场国债买卖被纳入货币政策工具箱, 丰富和完善了基础货币投放方式。

图表 21 2024 年新增社融有所下滑, 政府债支撑



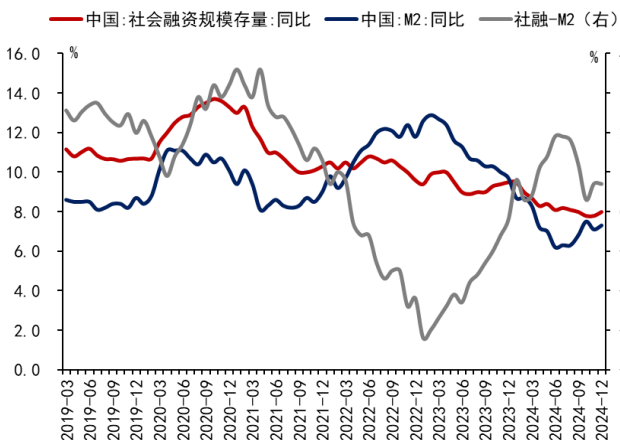
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图表 22 2024 年信贷均有所下滑



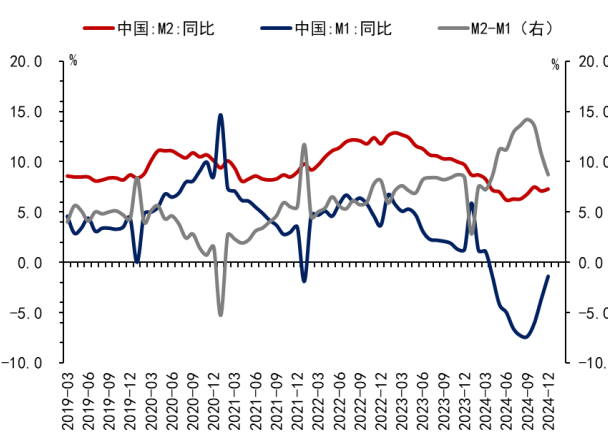
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图表 23 社融与 M2 剪刀差有所收窄



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图表 24 M2 与 M1 剪刀差收窄



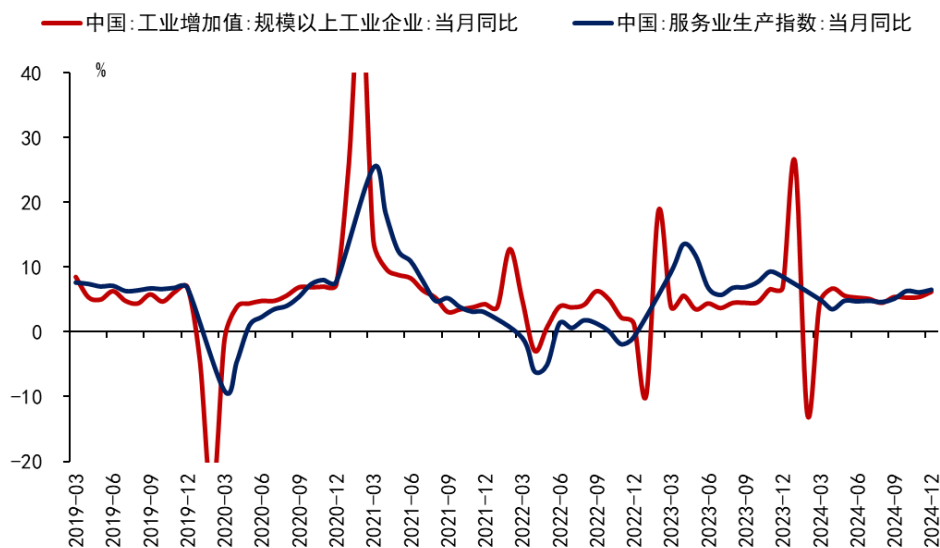
数据来源: Wind 中证鹏元整理

#### （四）供给端：工业生产和服务业持续平稳增长

2024年，全年全国规模以上工业增加值比上年增长5.8%。分三大门类看，采矿业增加值增长3.1%，制造业增长6.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.3%。装备制造业增加值增长7.7%，高技术制造业增加值增长8.9%，增速分别快于规模以上工业1.9、3.1个百分点。分行业来看，宏观政策的持续发力有效拉动工业增加值的上涨，新质生产力的大力发展是2024年拉动工业增加值增速的主要动力来源，其中计算机电子设备、铁路船舶航空航天运输设备分别累计增长11.8%和10.9%，其上游产业有色冶炼增长9.7%。耐用消费品方面，汽车受“以旧换新”政策驱动累计上涨了9.1%；PMI指数四季度连续三个月位于扩张区间，经济改善预期持续向好；1-11月规模以上工业企业实现利润总额66674.8亿元，同比下降4.7%；1-11月份规模以上工业企业累计营收保持增长，同比增长1.8%。虽然规模以上工业企业利润仍处下降区间，但随着政策组合效应持续显现，11月当月工业企业利润降幅继续收窄，效益状况有所改善。

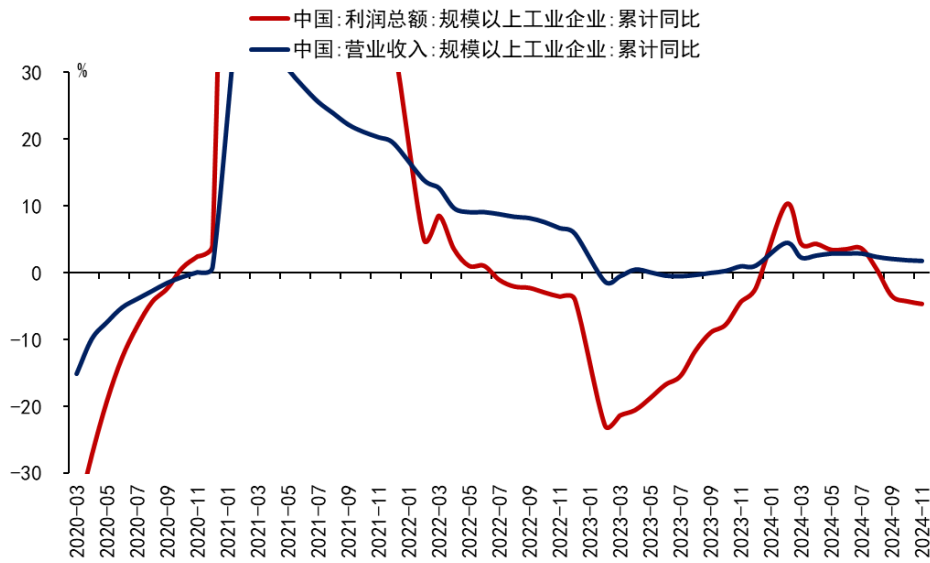
全年服务业增加值比上年增长5.0%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，金融业，批发和零售业增加值分别增长10.9%、10.4%、7.0%、6.4%、5.6%、5.5%，12月份，服务业生产指数同比增长6.5%；其中，租赁和商务服务业，金融业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长9.5%、9.3%、8.8%、8.3%，服务业维持平稳增长态势。

图表 25 工业增加值和服务业指数当月同比



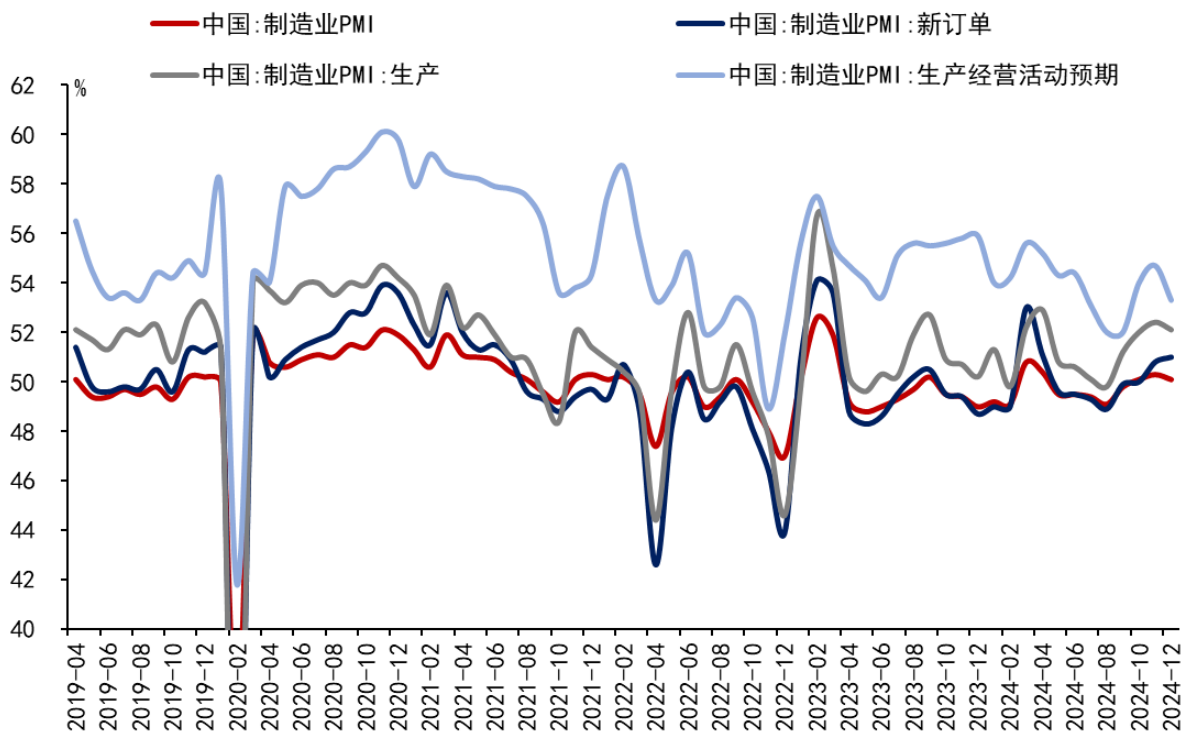
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 26 工业企业利润累计增速下降，企业增收不增利



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 27 2024 年四季度 PMI 连续三个月位于荣枯线以上



资料来源: Wind 中证鹏元

### （五）需求端：出口与制造业投资支撑作用明显，基建和消费表现一般，房地产投资维持低位

2024 年全年社会消费品零售总额 487,895 亿元，比上年增长 3.5%。全年分季度来看，一季度，部分升级类商品需求持续释放，网络购物对消费增长的拉动作用进一步增强。二季度消费温和修复，单月季调环比增速平稳波动，同比增速在低基数效应下先触顶后趋势回落。三季度社会消费品零售总额增长 2.7%，增速较二季度快 0.1 个百分点。四季度社会消费品零售总额同比增长 3.8%，股市楼市逐步出现企稳迹象，叠加“以旧换新”等消费和社保支持政策加码，消费逐步进入改善状态。

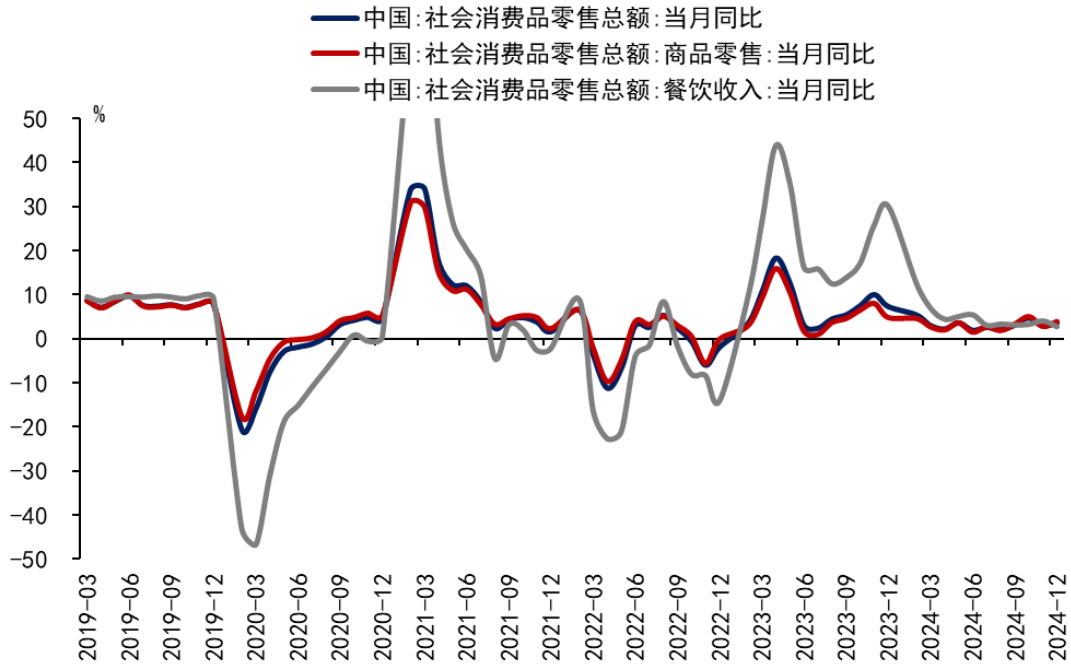
从外贸来看，以美元计价，2024 年全年进出口总额 616.23 亿美元，同比增长 3.8%。其中出口总额为 357.72 亿美元，同比增长 5.9%，出口总额为 258.51 亿美元，同比增长 1.1%。四季度出口增长 9.2%，较前三季度加快了 2.9 个百分点。这既是长期向好趋势的延续，更是政策落地显效的体现。特别是去年 9 月 26 日中央政治局会议出台一揽子增量政策和存量政策协同发力，政策效应不断释放，对出口形成了更有力的支撑。同时，出口的强劲也反映了我国当前需求端外需势头较猛，内需亟需提振的现状。

从投资来看，全年全国固定资产投资（不含农户）514,374 亿元，较上年同比增长 3.2%。分领域看，广义基建投资增长 9.2%，基建投资整体延续小幅修复趋势，2024 年全年基建投资的结构分化显著，电力、热力及水的供应业、仓储业、水利管理、铁路运输业等支持型、升级型、全国型基建投资增速持续较高，传统城市道路和公共设施建设投资增速持续降低，中央基建投资占比提升、地方基建投资占比降低；制造业投资增长 9.2%，其中高技术产业投资同比增长 8.0%，其中高技术制造业增速和高技术服务业投资分别增长 7.0%、10.2%。加力扩围实施“两新”政策效力逐步显现，从分项上来看，大规模设备更新和节能改造是重要支撑，12 月设备工器具购置投资增速为 15.7%；分行业来看，铁路船舶航空航天运输设备维持最快增速，本月累计增速上行 4.3pct 至 34.6%；计算机电子在以旧换新政策驱动下全年保持高速增长，12 月录得增速 12%；

房地产开发投资下降 10.6%，全国新建商品房销售面积 97,385 万平方米，下降 12.9%；新建商品房销售额 96750 亿元，下降 17.1%，受多项需求端政策效果拉动，销售面积和销售额降幅均持续收窄，各线城市价格降幅均持续收窄。全年来看，房地产开发投资延续下行趋势，但下半年政策调整效果已逐步显现，一线城市新房价格和二手房交易量有所回升，房地产市场有望进一步回稳。

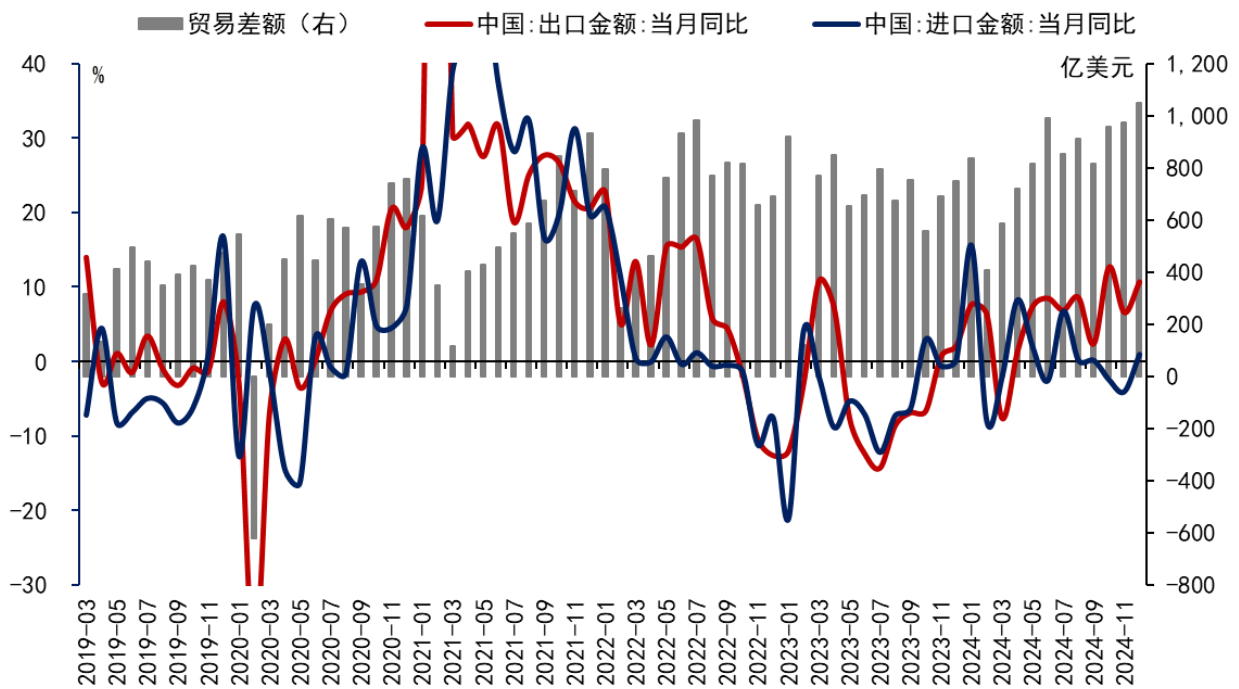


图表 28 消费增速低位运行



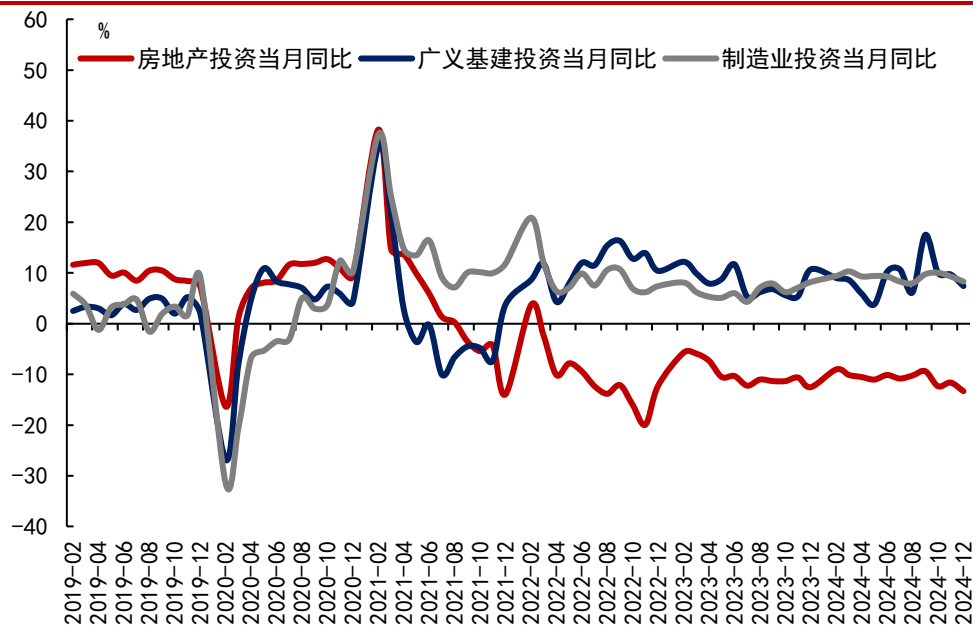
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 29 出口增速势头强劲



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 30 投资三大分项当月同比



资料来源：Wind 中证鹏元，均为测算后的当月同比增速

## 二、2025 年宏观经济展望：迎难而上，主动出击，变局中突破

### （一）外部环境：逆全球化和全球贸易保护主义升级，美国降息节奏放缓

一是欧美经济体继续分化，美国降息节奏放缓，降息空间收窄。美国制造业和非制造业景气度分化，虽然 ISM 制造业 PMI 指数连续 9 个月处在收缩区间，但非制造业 PMI 仍处在扩张区间，零售数据表现良好，在未来减税和放松监管等政策下经济有望延续强劲增长态势。通胀方面，由于劳动力市场缓慢降温，通胀进一步缓解，但是宽财政和关税政策等因素将抬升通胀中枢。2024 年 12 月点阵图显示 2025 年和 2026 年利率中枢都较 9 月时上调 50BP，美联储降息预期下修，2025 年降息次数可能在 1-2 次，降幅在 50BP 左右，但是在数据依赖型的决策模式下，后续降息路径和力度存在较大不确定性，经济和通胀数据下行、就业恶化等会是降息的触发剂。与此同时，欧元区经济增长比较疲软，通胀压力明显低于美国，2025 年降息幅度将高于美国。整体来看，欧美经济体仍处在降息周期，美国经济和通胀粘性更加强劲，降息节奏将放缓，具体幅度还依赖通胀、就业等数据的变化。

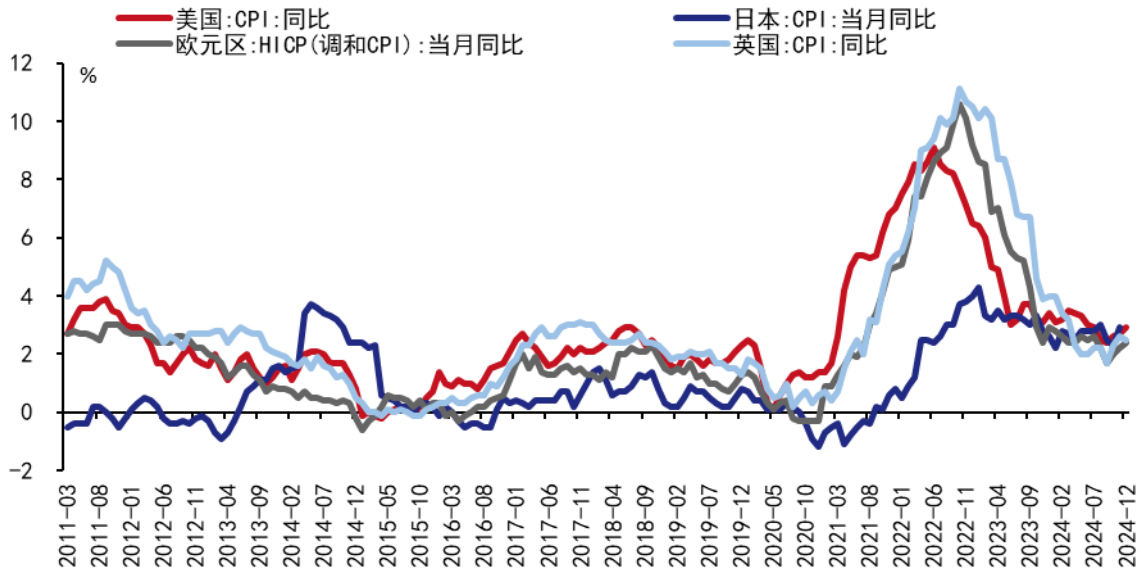
二是日本加息步伐或保持温和渐进，3 月份“春斗”后加息概率较大。近年来日本经济增速回升，通胀水平也在提高，2021-2023 年 CPI 分别为-0.2%、2.5%、3.2%。在全球降息周期下，日本 2024 年 3 月结束负利率、7 月意外加息后，在 9 月、10 月和 12 月均保持利率不变。日本经济承受制造业放缓、日元贬值、通胀抑制消费等多重压力，但整体在温和复苏。预计 2025 年日本将继续推动政策正常化，具体加息节奏主要取决于日本的经济情况、通胀水平和特朗普政策等因素的影响，重点观察“涨薪涨价正循环”能否持续实现，

3 月份“春斗”后加息概率较大。日美货币政策周期继续背离，可能再次出现日元套息交易反转的风险。

**三是逆全球化和全球贸易保护主义可能升级。**美国选举在 2024 年末落下帷幕，海外宏观不确定性短期下降。当选特朗普对内倾向于通过减税和增加政府支出等扩张性财政政策实施短期经济刺激，导致政府财政赤字和债务规模扩大，市场对美国政府偿债能力的担忧可能会加剧；对外倾向于加征进口关税和驱逐数百万移民，这可能会推升通胀水平，并给长期利率带来上行压力，引发货币政策再度紧缩；在政策制定上，特朗普的行事作风可能加剧政治极化，导致政策制定与执行过程中的不确定性增加。另外，特朗普的贸易保护主义政策和单边行动主义对世界经济格局有深远影响，特朗普上台后可能会出现更加分裂和紧张的全球贸易格局。整体来看，特朗普更宽松的财政政策将提升美国经济韧性，但是也会提高通胀粘性，压制货币政策的宽松空间，形成“宽财政+紧货币”的局面，并推高美元指数和美债利率，将使我国在出口和汇率方面承受更大压力，强化国内宽财政预期、弱化宽货币预期。

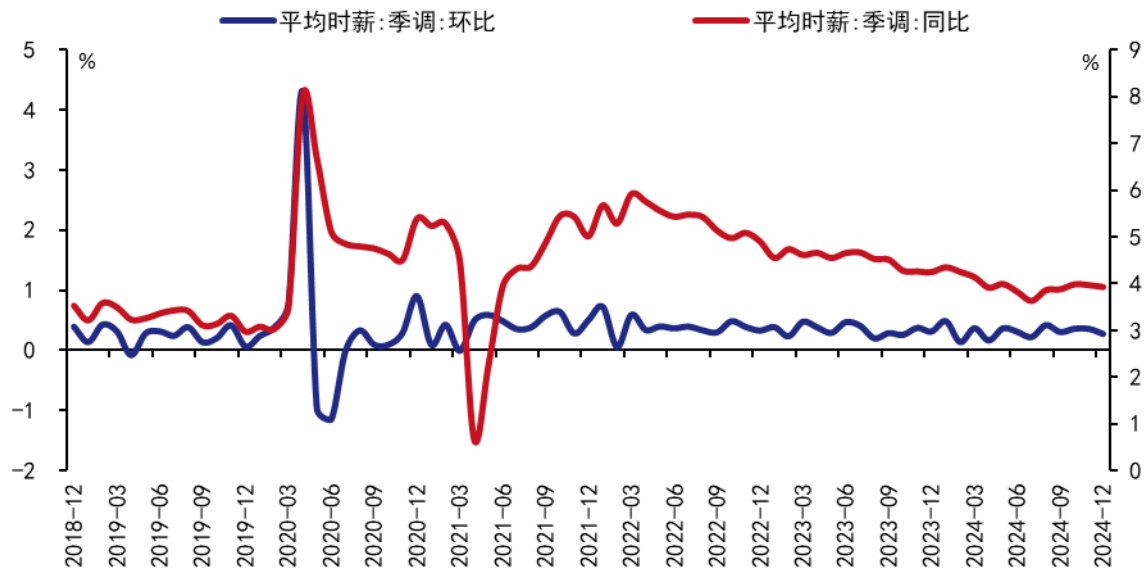
**四是俄乌、中东等地缘紧张局势延续，中美摩擦将加剧。**自 2022 年俄乌冲突发生以来，以美国为首的西方国家对俄罗斯采取了一系列涉及政治、经济、贸易、技术等方面的制裁措施，同时，俄罗斯实行了一系列反制裁措施，互相的制裁措施对全球政治、经济、金融格局将产生重大影响。俄乌双方攻守态势发生数次切换，目前战火向俄罗斯本土延伸，双方已陷入焦灼状态，短时间难以结束，溢出效应要时刻警惕。2023 年 10 月初，巴以冲突升级，地缘政治风险指数大幅上行，对全球油价造成波动，2024 年三季度以色列和伊朗、黎巴嫩的冲突有所升级，四季度叙利亚政权发生更迭。作为世界大国，中美两国一直在原则性问题、产业链、供应链和出口贸易关税等多方面仍存在较多分歧，在“美国优先”逻辑下特朗普预计在多个领域采取强硬立场，2025 年中美关系可能会面临更大的挑战和压力，尤其是在经贸、科技和人权等领域。全球地缘政治紧张局势持续存在，是市场波动的重要来源。虽然美国当选总统特朗普有意结束俄乌冲突、制止中东混乱，但是地缘局势往往复杂多变、不确定性较高，关注后续冲突的发展以及和谈进展。

图表 31 欧美通胀四季度有所回升



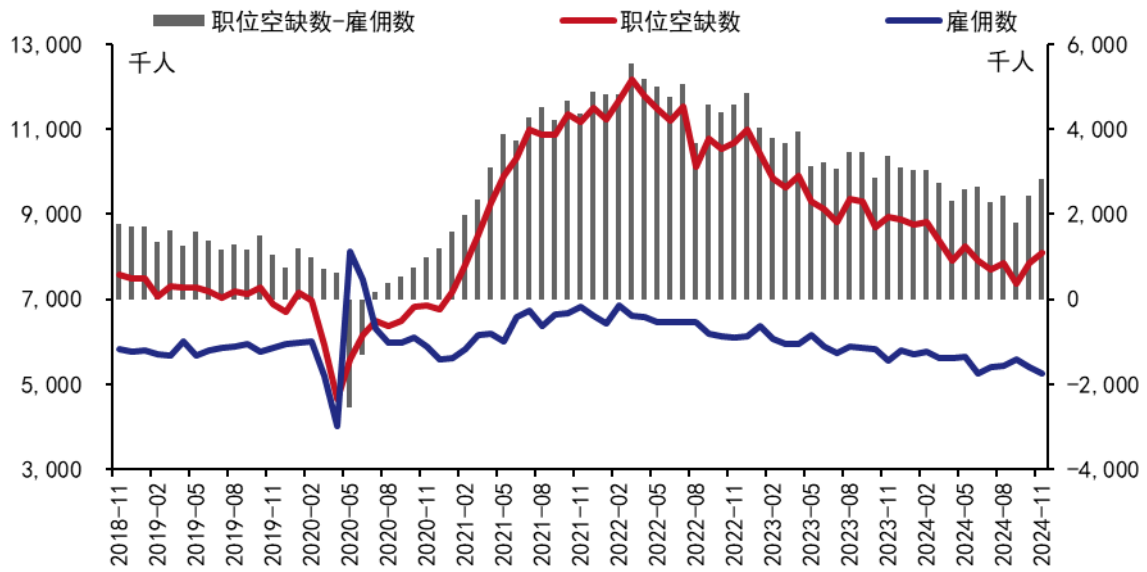
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 32 美国时薪同比和环比较 2023 年末均小幅放缓



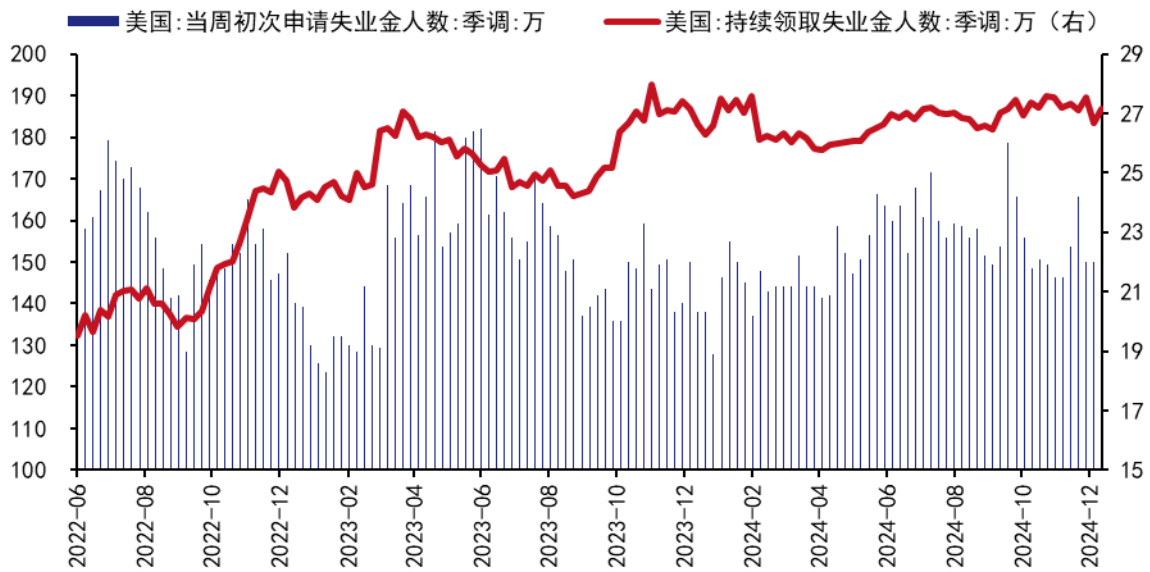
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 33 美国职位空缺数四季度小幅回升



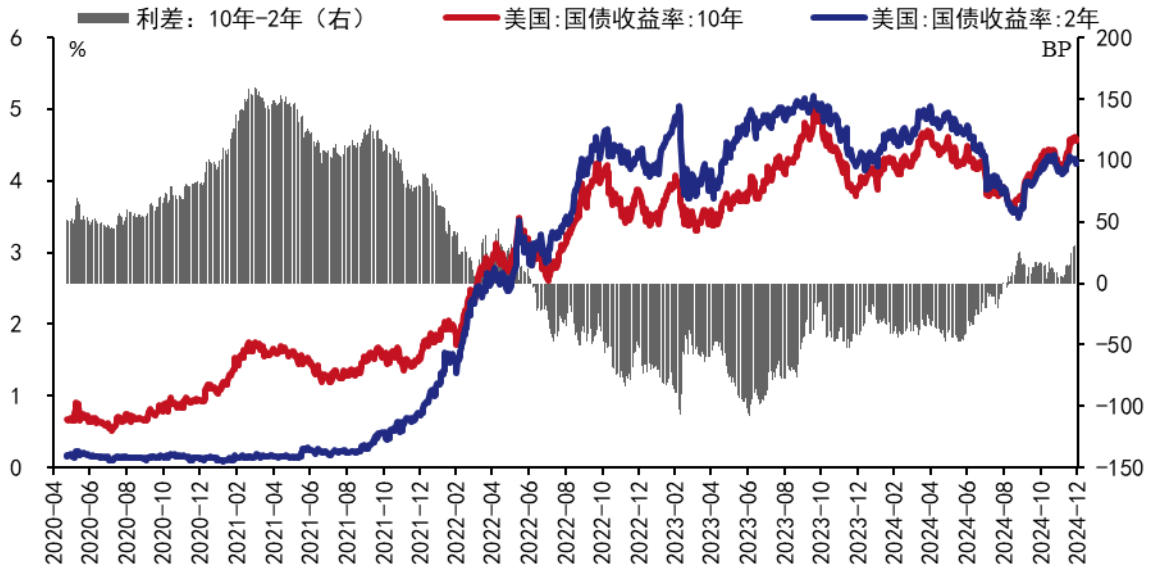
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 34 四季度美国当周初次申请失业金人数小幅下降



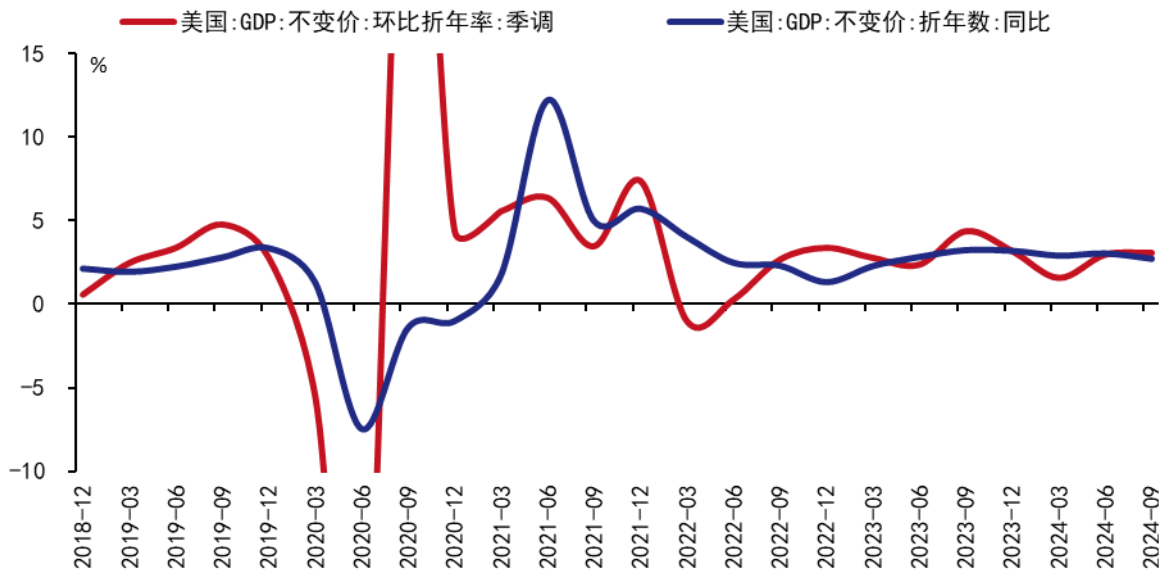
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 35 美国 10 年和 2 年国债收益率利差结束倒挂，并小幅走阔



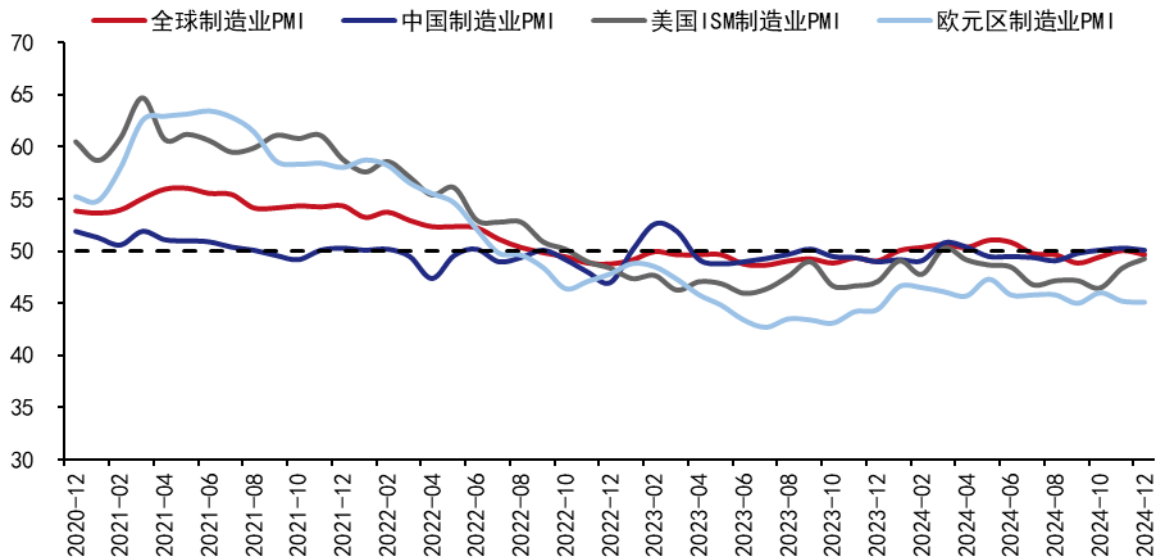
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 36 美国 GDP 环比增速小幅回升，经济保持韧性



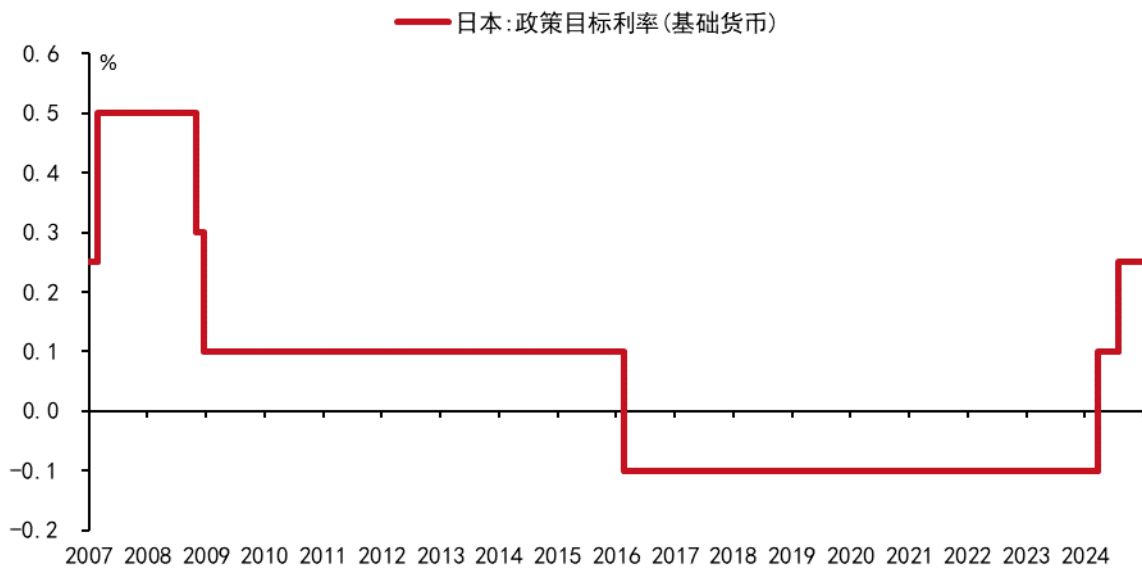
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 37 美国制造业 PMI 连续九个月在收缩区间，近两月小幅回升



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 38 日本今年 3 月首次加息，7 月将 0%-0.1% 的政策利率调整至 0.25%，年内其他时间保持不变



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 39 地缘政治风险指数四季度小幅上升



资料来源：Wind 中证鹏元



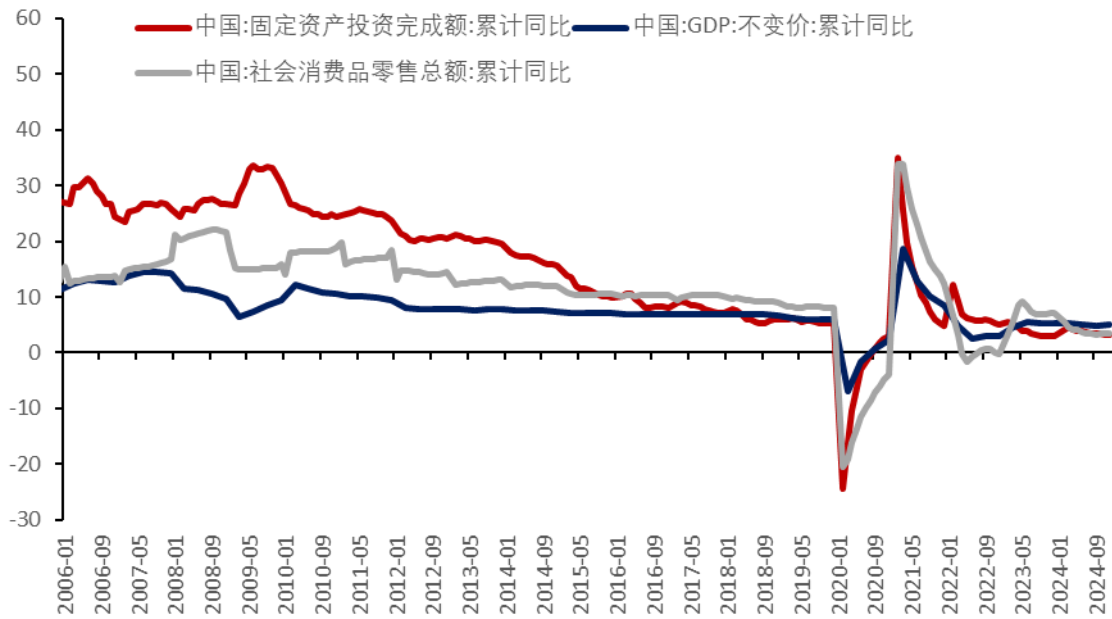
## （二）内部挑战：内需不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多

一是内需不足，转型存在阵痛，因地制宜发展新质生产力，增强新质生产力对经济的支撑作用。当前经济面临的内需不足问题的成因是错综复杂的。在新旧动能转换过程之中，一定程度上出现了“先破后立”的情况，房地产作为旧的动能被破除，但新的动能短时间难以“接力”。房地产投资当月同比增速自 2022 年 3 月开始持续 34 个月负增长，规上企业增加值增速中与房地产相关的行业增速下降较多，非金属矿物制品业工业增加值在 2007-2020 的 14 年间平均增速为 0.61%，在 2021-2024 年间的平均增速下降到-2.29%，下降 2.91pct。广义基建投资和制造业投资增速整体平稳，对经济增长的贡献度有所提升。消费需求方面，经济景气度下滑，群众就业增收面临压力，预期有所恶化，一定程度抑制了消费增速，2021-2024 年社会零售总额同比增速分别为 12.50%、-0.20%、7.20%和 3.50%，增速下滑趋势明显。

内需不足一定程度上是长期问题，反映在供需关系上，表现之一为产能利用率不高。我国实际 GDP、消费和投资同比增速自 2010 年前后开始下行。其中，制造业投资增速和工业产能利用率相关性较高。在 2015 年底中央提出“去产能”之前，工业产能利用率长期在 75%附近，反映供需层面存在结构性地需求不足问题。2015 年 11 月习近平总书记提出“供给侧结构性改革”，同年 12 月中央经济工作会议提出“三去一降一补”，随后 2 年内工业产能利用率抬升约 2pct，同期制造业投资增速驻底回升，趋于平稳。2021 年后，由于房地产投资失速，工业产能利用率再度面临压力，带动制造业投资增速有所下行。展望未来，贯彻新发展理念，构建新发展格局，因地制宜发展新质生产力，推动经济高质量发展，保持战略定力，守正创新，更有利于经济长远健康发展。

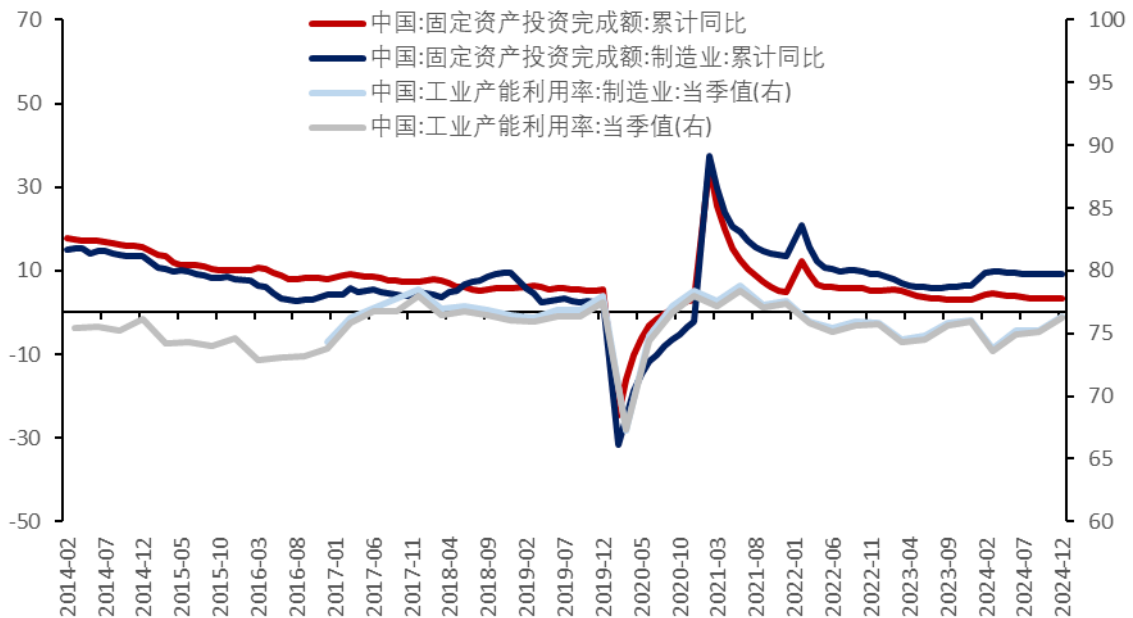
内需不足背景下，物价水平存在下行压力。截至 2024 年 12 月，GDP 平减指数已经连续 7 个季度为负，历史最长。PPI 同比增速 2022 年 10 月以来已经连续 27 个月为负，CPI 同比增速的波动中枢自 2023 年以来也产生了一定程度地下移。

图表40 2010年以来GDP不变价增速、投资增速和社零增速整体呈现下行趋势



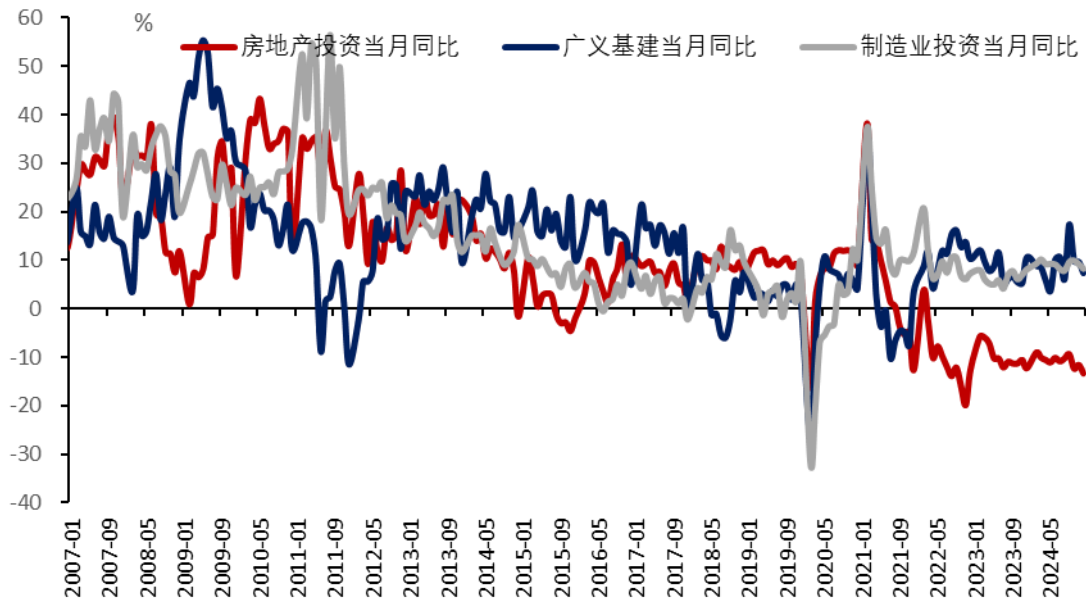
资料来源: Wind 中证鹏元

图表41 固定资产投资完成额与产能利用率相关性较高



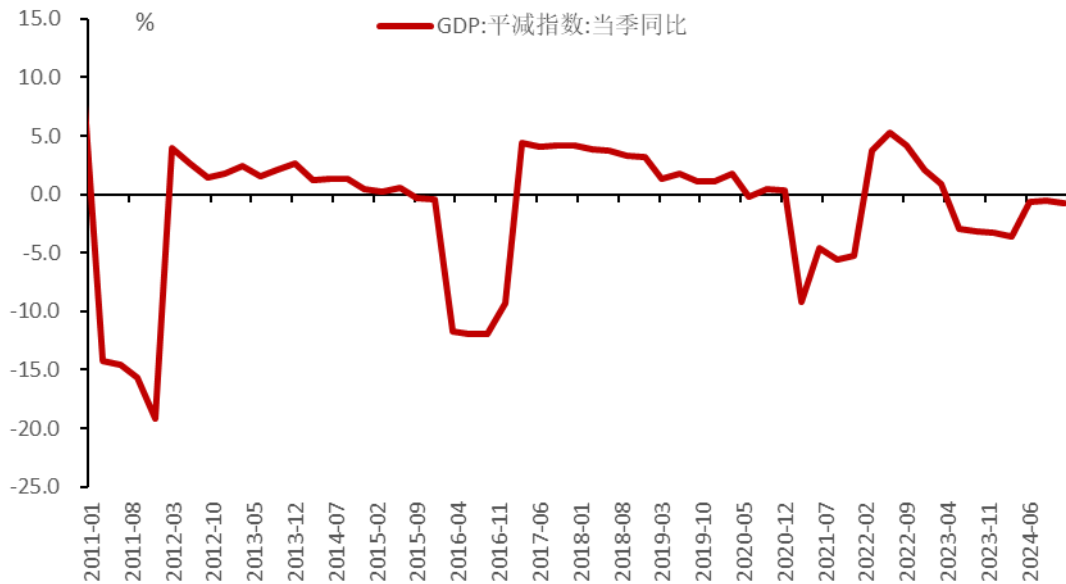
资料来源: Wind 中证鹏元

图表42 房地产投资自 2022 年 3 月以来持续负增长，与制造业和广义基建投资“此消彼长”



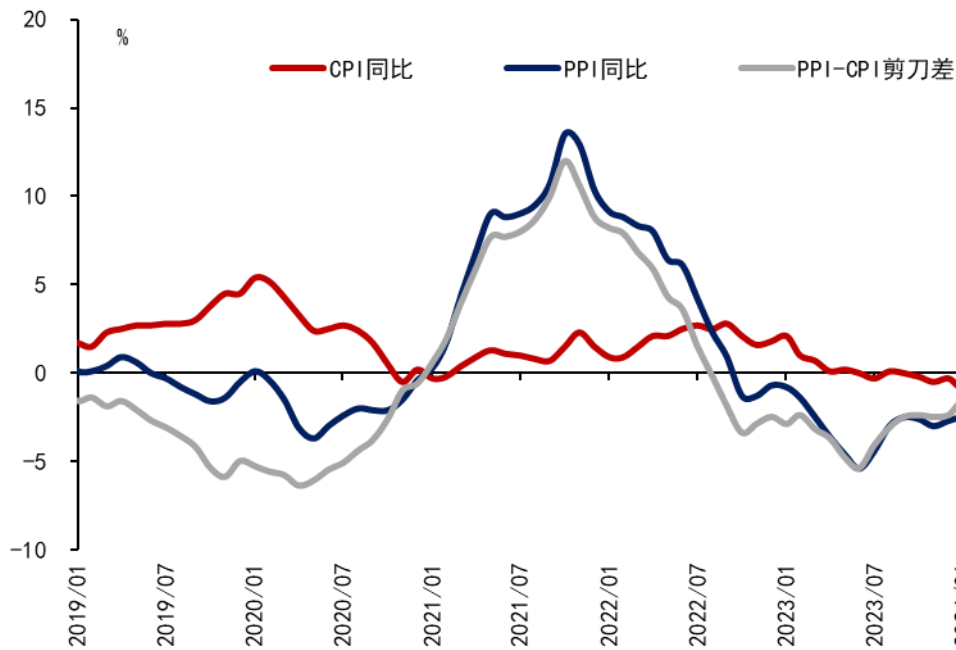
资料来源：Wind 中证鹏元

图表43 GDP 平减指数连续 7 个季度负增长，连续为负时间历史最长



资料来源：Wind 中证鹏元

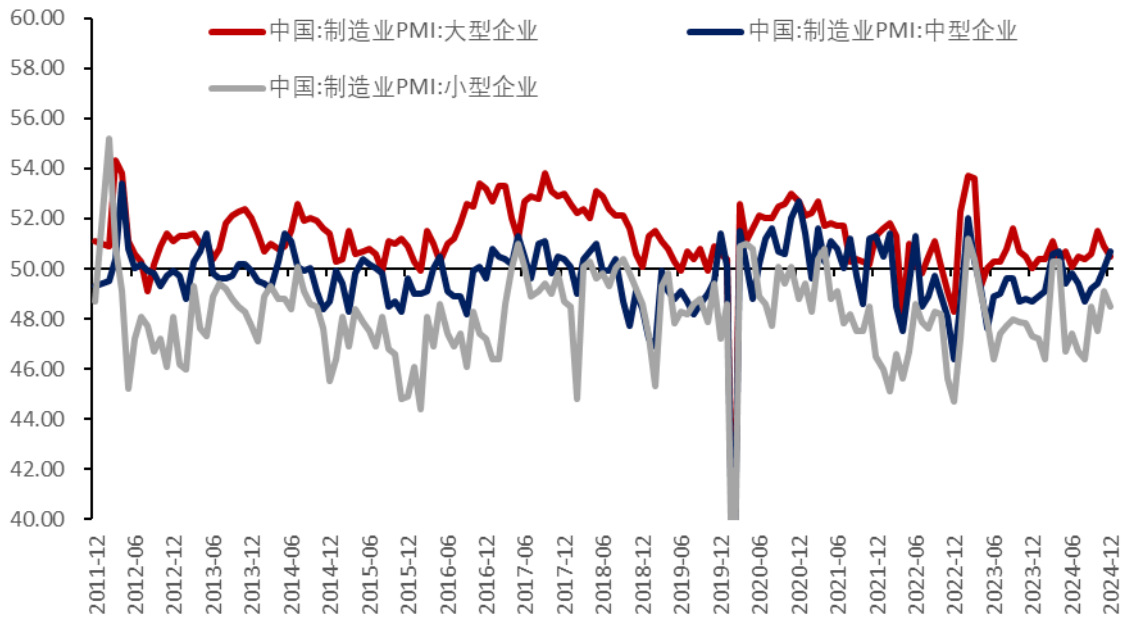
图表44 PPI 同比连续 27 个月为负，CPI 同比中枢下移



资料来源：Wind 中证鹏元

二是部分企业生产经营困难，中小企业和房地产链企业生产经营面临更大挑战。从企业规模上来看，中小企业制造业 PMI 相对更低，尤其是小微企业制造业 PMI 持续显著低于临界值。在 2020-2024 年 5 年内，大型企业制造业 PMI 有 52 个月高于临界值，中型企业制造业 PMI 有 26 个月高于临界值，而小型企业仅有 11 个月高于临界值。中小企业、尤其是小型企业生产经营面临更多困难。从企业类型上来看，房地产企业受商品房销量和价格下降影响，面临着较大的生产经营压力，导致上游依赖房地产较重的企业生产经营产生亦存在不小压力。

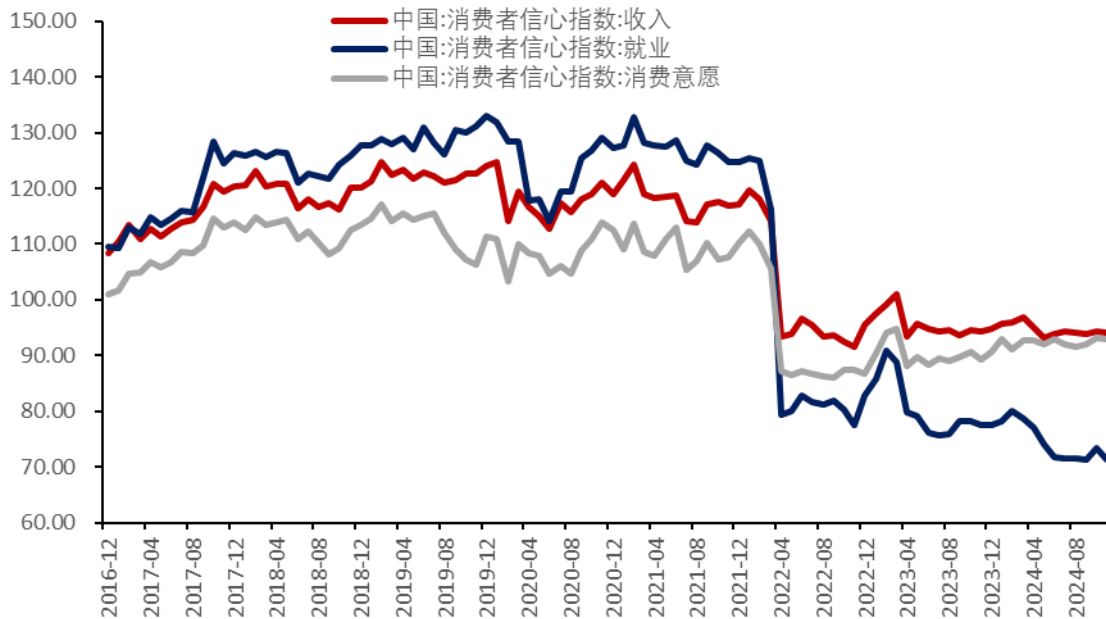
图表45 中小企业制造业 PMI 更低，生产经营面临更大挑战



资料来源: Wind 中证鹏元

三是群众就业增收面临压力，恶化预期和信心，产生负反馈。就业方面，城镇调查失业率总体相对稳定，2024年在5.0-5.3区间波动。青年失业率居高不下，2024年不含在校生的16-24岁城镇调查失业率均值15.8。消费者信心方面，就业信心指数下行压力较大，2024年11月创新低71.4点；收入信心指数相对平稳，消费意愿信心指数虽有修复但仍然远低于2022年以前水平。在当前新旧动能转化阵痛期，经济和群众就业增收面临压力，影响消费者经济预期和消费信心，进而影响经济活力，形成负反馈。短期内提振经济活力，需要政策更加给力打破就业增收负反馈循环，保障居民就业，提升居民收入水平，提振居民消费信心，出台更多优惠政策鼓励消费。

图表46 消费者就业信心指数持续下行，收入和消费意愿信心指数仍未修复到2022年以前水平



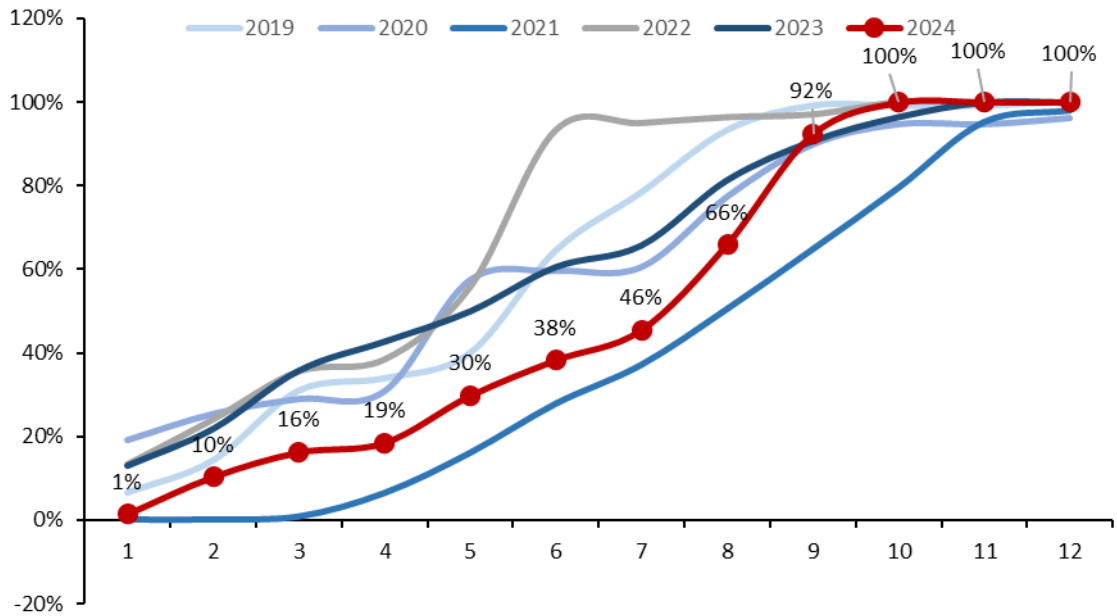
资料来源: Wind 中证鹏元

四是风险隐患仍然较多，地方中小金融机构风险和房地产风险有待进一步化解。实现高质量发展需要统筹稳增长和防风险。随着近年来一揽子化债政策的实施，地方债务风险化解有序有效，2024年12月的中央政治局会议和中央经济工作会议已不再将地方债务风险并列为三大风险，这意味着地方政府可以有更大的空间实施稳增长政策，激发经济活力。此外，地方中小金融机构风险和房地产风险仍需要进一步有序化解。防范化解地产风险，需要构建房地产发展新模式，摆脱高周转模式，有序搭建相关基础性制度。妥善处置中小金融机构风险，需要央地协同合力打击非法金融活动。

### (三) 经济目标增速或在5%左右，全面提振消费，出口有扰动

稳增长诉求提升，加大力度扩内需。2024年9月中央政治局会议以来，政策对稳增长的诉求在不断提升。9月中央政治局首次提出促进楼市“止跌回稳”，随后出台了一系列促进楼市止跌回稳的措施，促进楼市回暖。专项债发行方面，8月以来专项债发行明显提速，截至9月底专项债发行进度已经超过90%，至10月底专项债发行进度已达100%。2024年11月人大常委会提高了专项债债务限额，2024年提高2.8万亿债务限额用以化债，为地方政府减负，给地方政府留有更大空间发力稳增长、扩内需。2024年12月召开的中央经济工作会议将扩内需提到了明年经济工作主要任务之首，明确提出明年要提高财政赤字率，加力拓围“两新”政策，“国补”和各地以旧换新补贴已经陆续上线。

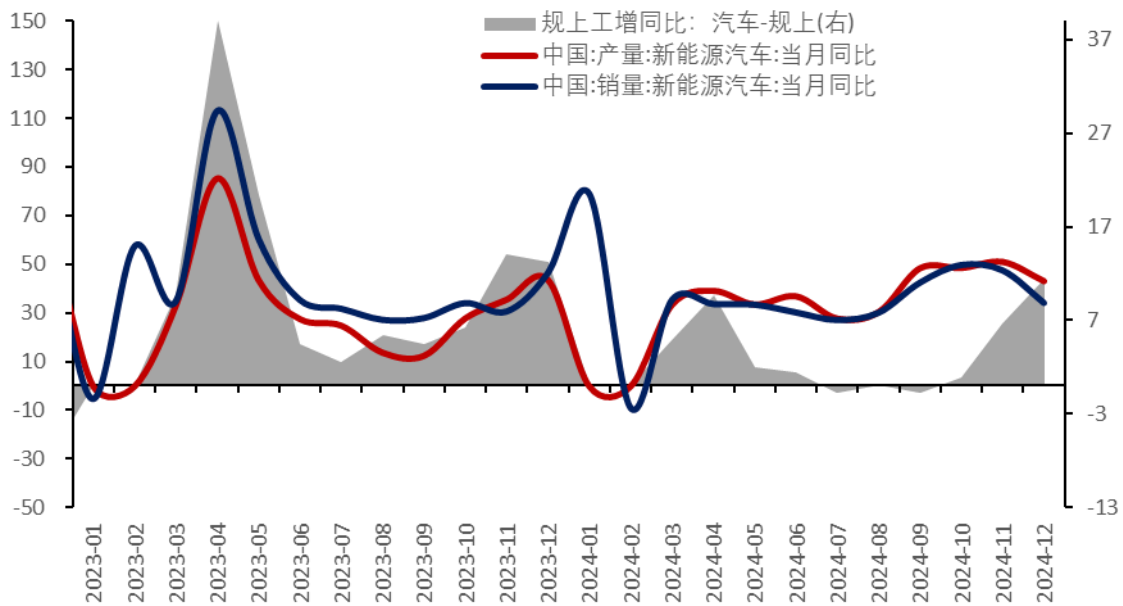
图表47 9月专项债发行进度已超过90%，10月已达100%



资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

供需方面，部分行业需求收缩政策扩内需的合力下，产需缺口如何变化有待进一步观察。今年的“两新”和“两重”政策有效带动相关企业需求增长，新能源汽车产销同比高速增长，汽车行业规模以上工业增加值增速整体高于规模以上工业增加值增速，通用设备和专用设备规模以上工业增加值同比增速持续回升。但是房地产行业的持续下行导致部分行业需求收缩，不同行业景气度有所分化。2024年12月中央经济工作会议明确提出2025年“两新”政策要加力拓围，提升财政赤字率，有望带动部分行业需求提振，扩大有效需求。但是政策支持性行业需求扩张和房地产带动的部分行业需求收缩的合力如何，有待进一步观察。预计基建投资和制造业投资继续成为2025年的经济增长的中坚力量。

图表48 新能源汽车产销同比高增，汽车规上工增增速快于规上工增



资料来源: Wind 中证鹏元

图表49 “两新”政策带动设备制造业规上工增增速持续回升



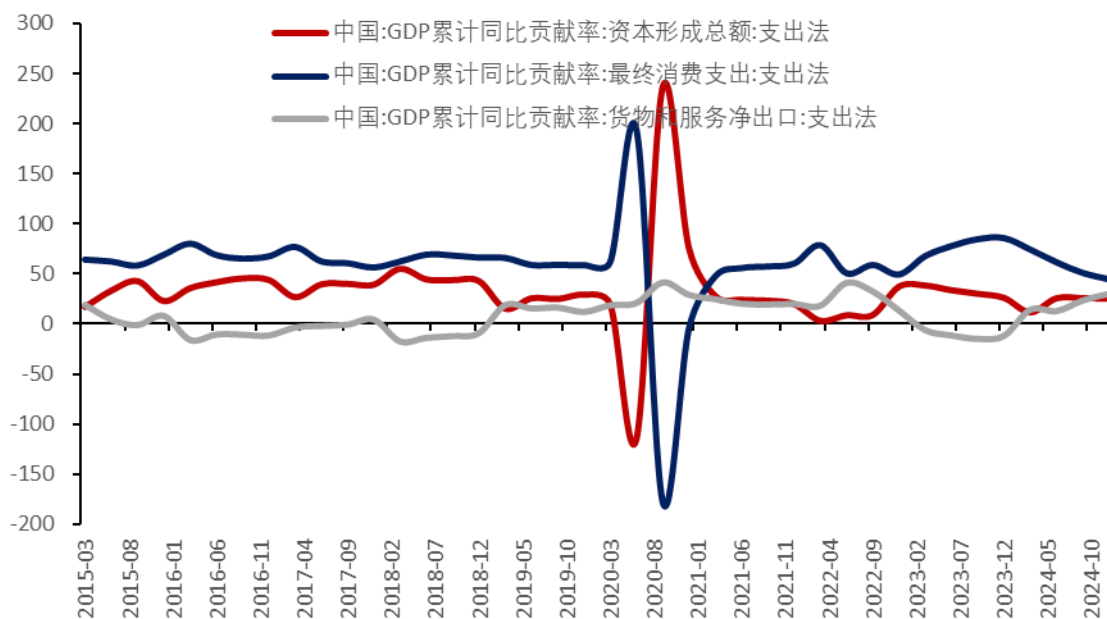
资料来源: Wind 中证鹏元



综合考虑实际可行性和提振信心的需要，2025年GDP目标增速或为5%。首先，综合考虑“十四五”规划、二〇三五远景目标、二十大要求以及对我国GDP潜在经济增速的测算，2025年的GDP目标增速应不低于4.7%。此外，我们认为2025年的GDP目标增速更可能定在5%，主要理由有四点：（1）我国经济目前正处于新旧动能转换的阵痛期，破除旧动能的同时新动能的培育还需要一些时间，考虑实际可能性的GDP目标增速或不高于2024年GDP目标增速5%。（2）将GDP目标增速定5%有利于提振信心，对经济增长起到正向促进作用。（3）根据奥肯定律估算，明显要实现新增就业1200万人，需要GDP增长5%左右。（4）广东、山东、江苏、浙江、北京、上海等省市将2025年GDP目标增速定在5%~5.5%。

特朗普上台增加不确定性因素，扰动出口和人民币汇率。2024年以来，服务和贸易净出口对经济增长的贡献率显著上升，四季度当季对经济增长贡献率30.30%，超过资本形成总额的25.20%的贡献率。特朗普性格多变，奉行“美国优先”、贸易保护主义和单边主义，其在竞选阶段便主张要加征关税，增加了全球贸易的不确定性。如果其上台后大规模对华加征关税，我国出口或将面临更大的扰动，叠加其主张减税等宽松的财政政策，以及中美经济周期错位，人民币汇率或将面临一定的挑战，波动或将加大。

图表50 净出口对经济增长的贡献率显著提升，已超资本形成总额



资料来源：Wind 中证鹏元

图表51 特朗普上台叠加中美经济周期错位，人民币汇率面临一定压力



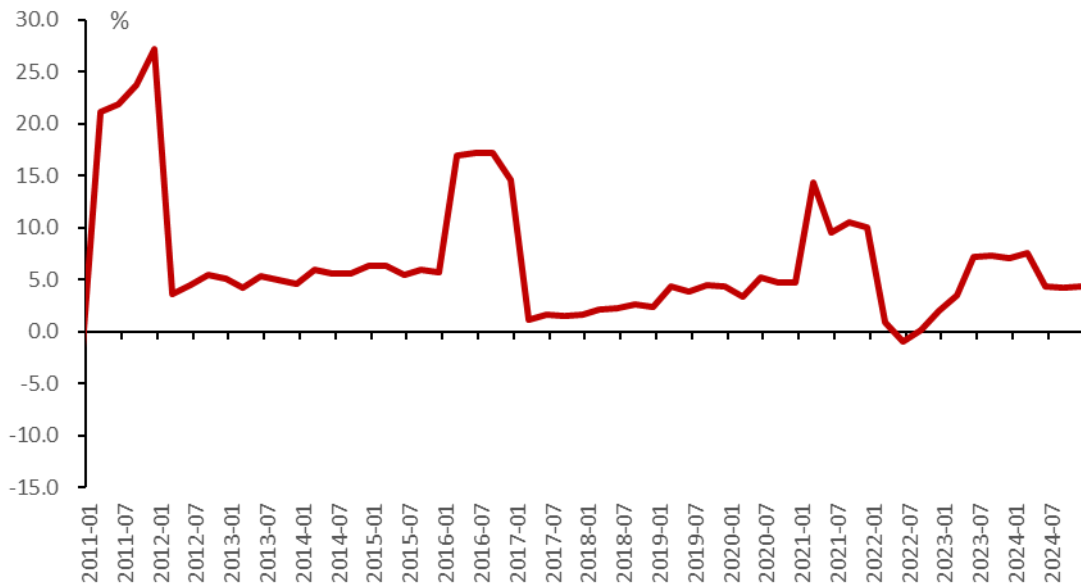
资料来源：Wind 中证鹏元

#### (四) 宏观政策：更加积极有为，加大逆周期和超常规调控

**稳中求进，守正创新，政策稳增长诉求提升。**2024年12月召开的中央政治局会议和中央经济工作会议为明年经济工作指明方向。会议指出明年工作要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。预计明年的经济工作会继续保持战略定力，守住高质量发展和中国式现代化的正道，寻求政策创新，增强政策的协同性、配合性、前瞻性、针对性和有效性，加大逆周期调节力度，以更好地稳增长、稳预期、稳就业。

**货币政策：适度宽松，适时降准降息，消费和地产配套相关政策工具创新可期。**货币政策此前连续十四年表述为“稳健”，2024年12月中央政治局会议改为“适度宽松”。从量的角度来看，虽然中央经济工作会议明确提出适时降准，但是这一转变或并不意味着货币政策“大放水”，理由在于中央经济工作会议对货币政策更细节性的表述，是“保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”，这意味着货币供给量更可能是在合理水平上均衡偏松，降准窗口看货币需求高峰，如政府债供给高峰和春节流动性需求等。从价的角度，当前实际利率和实体经济实际融资成本相对不低，企业生产经营存在压力，客观需要降低融资成本，明年有望降息2次合计40bp。从结构视角，结构性货币政策有望继续发力，或将出台更多创新性地结构性货币政策工具，促销费和配套支持房地产止跌企稳的工具值得期待。

图表52 受物价水平低迷影响，当前实际利率并不低



资料来源：Wind 中证鹏元

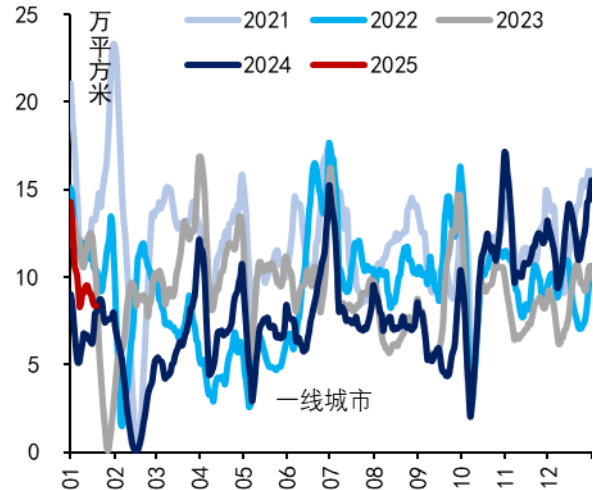
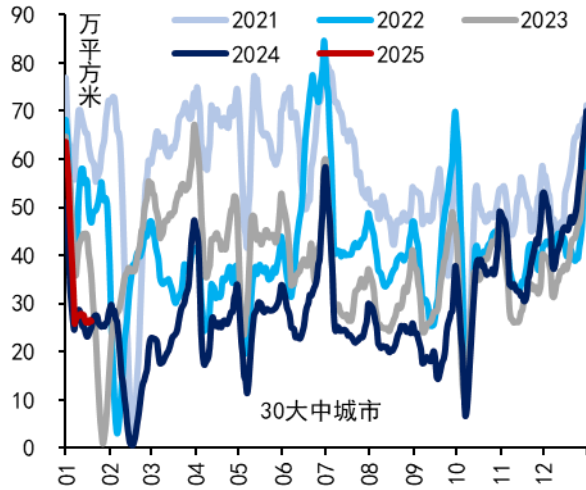
**财政政策：持续用力、更加给力，财政赤字率或定为4%。**2024年12月中央经济工作会议明确提出了要提高财政赤字率，增加专项债发行使用，优化财政支出结构，加力拓围“两新”，加强重点领域保障，更加注重惠民生、促消费、增后劲。赤字率方面，明年赤字率或在4%左右，超过4%的可能会失“正”，不符合稳中求进的工作基调，因此可能性不高。特别国债发行规模或增至3万亿左右（2024年1万亿），其中包含1万亿元用于银行补充资本金，其余主要是用于“两重”项目和加力拓围“两新”。新增专项债规模或增至4.5万亿左右（2024年3.8万亿），其中专项化债规模或为2.8万亿，其中2万亿已在去年11月人大常委会宣布，不占专项债预算，8000亿已经宣布需要计入今年新增专项债预算。

**产业政策方面：实现高质量发展，推动中国式现代化，仍然需要因地制宜发展新质生产力，培育壮大新兴产业和未来产业。**加快科技创新和产业转型升级，大力推进高水平科技自立自强，因地制宜发展新质生产力。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。关注新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等，鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。

**房地产方面：更多支持性政策出台可期，止跌回稳有待继续观察，高频数据并不乐观。**当前我国房地产市场供需格局发生重大变化，房地产政策组合拳相继出台，各地不断优化因城施策，但2025年开年房地产投资和销售等指标不乐观。房地产高频数据显示，30城商品房销售面积下滑严重，二线城市已经创下近五年新低。二手房挂牌价格指数继续探底，价格止跌企稳迹象并不明显。100大中城市供应土地占地面积、成交土地占地面积和土地成交溢价率创五年新低，房地产止跌企稳仍有待继续观察。

图表53 30大中城市商品房销售面积下滑严重

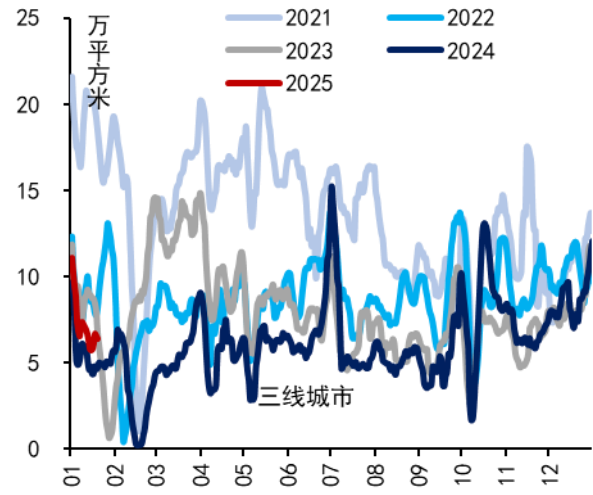
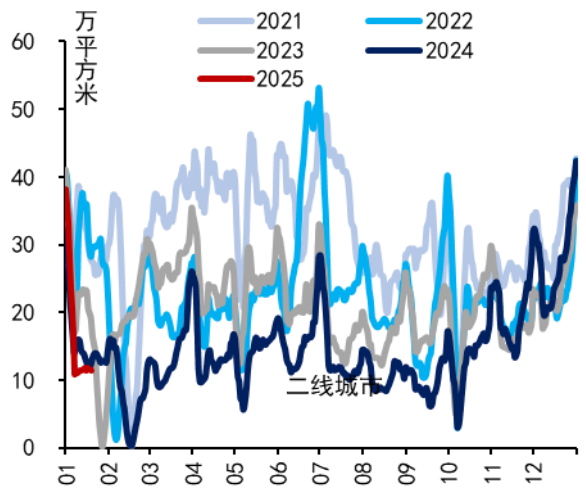
图表54 30大中城市一线城市商品房销售下滑



资料来源: Wind 中证鹏元

图表55 30大中城市二线销售面积创五年新低

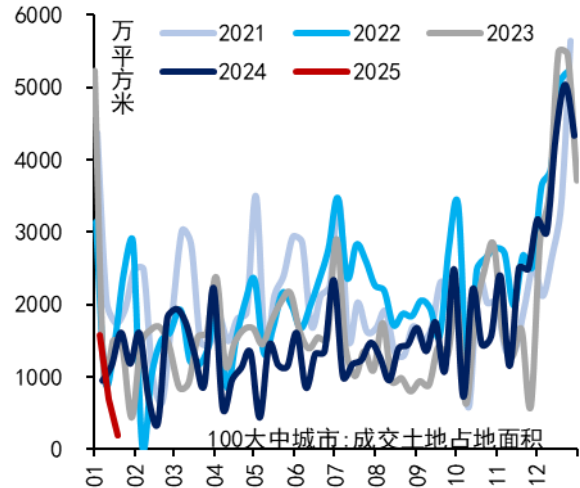
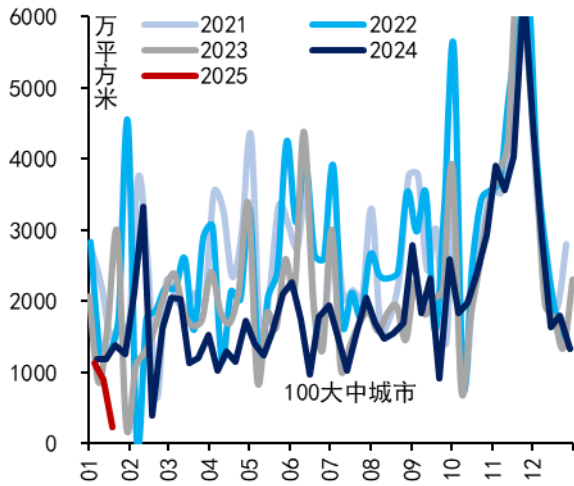
图表56 30大中城市商品房销售面积三线下滑



资料来源: Wind 中证鹏元

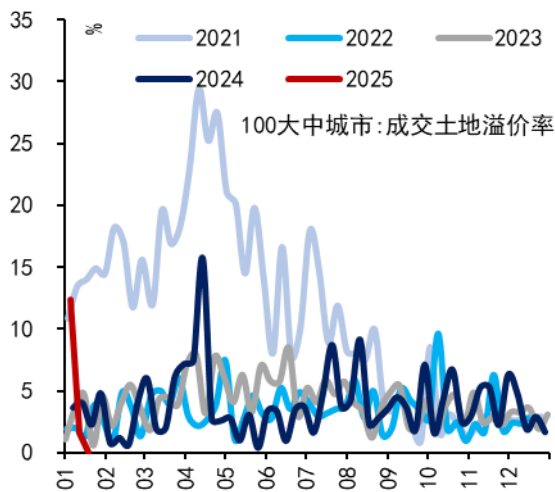
图表57 100大中城市供应土地成交面积五年新低

图表58 100大中城市成交土地成交面积五年新低

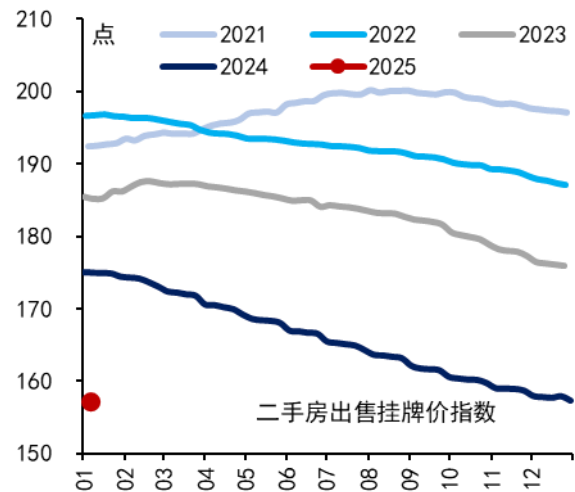


资料来源: Wind 中证鹏元

图表59 100大中城市成交土地溢价率五年新低



图表60 二手房挂牌价指数继续探底



资料来源: Wind 中证鹏元

## 免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

**深圳** 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
电话：010-66216006 传真：010-66212002

**上海** 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120  
总机：021-51035670 传真：021-51035670

**湖南** 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
电话：025-87781291 传真：025-87781295

**四川** 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室  
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

**陕西** 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**香港** 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140